

Università degli Studi di Napoli Federico II

Corso di Dottorato di Ricerca in Scienze Aziendali

XXVI CICLO

Facoltà di Economia

Il costo delle fonti di finanziamento

nell'ottica della normativa antiusura.

**Il punto di vista dell'azienalista in un contesto dominato dalla
normativa e dalla giurisprudenza**

Tutor

Chiar.mo prof. Giuseppe Sannino

Dottoranda

Dott.ssa Laura Santoro

Indice

INTRODUZIONE.....	5
CAP. I: LA STRUTTURA FINANZIARIA DI UN'IMPRESA.....	7
1. L'EVOLUZIONE DELLA FINANZA AZIENDALE.....	7
2. LA STRUTTURA OTTIMALE DEL CAPITALE E LA CREAZIONE DI VALORE.....	9
3. LA TEORIA CLASSICA	12
4. TEORIA MODIGLIANI & MILLER.....	13
5. LA RILEVANZA DEL FATTORE FISCALE	15
6. I COSTI DEL DISSESTO E LA <i>TRADE - OFF THEORY</i>	19
7. ULTERIORI CONTRIBUTI ALLA TEORIA SULLA STRUTTURA FINANZIARIA OTTIMALE	20
7.1 LA TEORIA DELL'ORDINE DI SCELTA.....	21
7.2 LA TEORIA DEI COSTI DI AGENZIA.....	22
7.3 LA TEORIA FONDATA SULL'ASIMMETRIA INFORMATIVA	24
7.4 LA TEORIA DEL CONTROLLO D'IMPRESA	25
8. L'APPROCCIO SISTEMICO ALLA STRUTTURA FINANZIARIA	26
9. I PRINCIPALI LIMITI ALL'INDEBITAMENTO	29
CAP. II: LE FORME TECNICHE DI RACCOLTA DEL CAPITALE	33
1. PREMessa	33
2. GLI STRUMENTI DI FINANZIAMENTO EROGATI DAGLI INTERMEDIARI FINANZIARI	34
3. I FINANZIAMENTI PER CASSA A BREVE TERMINE	36
3.1 LE APERTURE DI CREDITO E LE RELATIVE COMPONENTI DI COSTO.....	36
3.1.1 L'EFFETTO ANATOCISTICO QUALE ULTERIORE COMPONENTE DI COSTO.....	40
3.1.2 LA COMMISSIONE DI MASSIMO SCOPERTO.....	42
3.1.3 IL C.D. "GIOCO DELLE VALUTE"	46
3.2 GLI ANTICIPI, SCONTI COMMERCIALI E ALTRI FINANZIAMENTI EROGATI ALLE IMPRESE E LE RELATIVE COMPONENTI DI COSTO.....	48

Indice

3.2.1	LE OPERAZIONI DI SCONTO.....	48
3.2.2	LE OPERAZIONI SU PORTAFOGLIO SALVO BUON FINE SU RICEVUTE BANCARIE E SU FATTURE	50
3.2.3	LE OPERAZIONI DI ANTICIPAZIONE	53
3.3	IL FACTORING E LE RELATIVE COMPONENTI DI COSTO.....	55
4.	I FINANZIAMENTI PER CASSA A MEDIO E LUNGO TERMINE	58
4.1	LE OPERAZIONI DI MUTUO E LE RELATIVE COMPONENTI DI COSTO	58
4.1.1	L'ANATOCISMO NEI MUTUI COME ULTERIORE COMPONENTE DI COSTO	60
4.2	IL LEASING E LE RELATIVE COMPONENTI DI COSTO	64
4.3	I PRESTITI IN POOL.....	66
CAP. III: L'USURA NEL SISTEMA BANCARIO: PROBLEMATICHE INTERPRETATIVE DELLA LEGGE AI FINI DEL CALCOLO DEL COSTO DEL CAPITALE		69
1.	PREMESSA	69
2.	IL QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO	70
2.1	LA DISCIPLINA NELL'IPOTESI DI USURARIETÀ SOPRAVVENUTA	73
3.	IL SIGNIFICATO DEL TASSO EFFETTIVO GLOBALE MEDIO	76
4.	LE ISTRUZIONI DELLA BANCA D'ITALIA.....	79
5.	L'USURARIETÀ DELLA COMMISSIONE DI MASSIMO SCOPERTO	84
5.1	LA METODOLOGIA DI CALCOLO PREVISTA DALLA CIRCOLARE DELLA BANCA D'ITALIA.....	86
5.2	LA RILEVANZA DELLA CMS AI FINI DEL SUPERAMENTO DEL TASSO SOGLIA AI SENSI DELLA LEGGE N. 2 DEL 2009.....	88
6.	L'USURARIETÀ DEGLI INTERESSI DI MORA.....	91
CAP. IV: IL COSTO DELLE FONTI DI FINANZIAMENTO: PROBLEMATICHE APPLICATIVE DELLA NORMATIVA ANTIUSURA		97
1	PREMESSA	97
2	LA VALENZA NORMATIVA DELLE ISTRUZIONI APPLICATIVE DELLA BANCA D'ITALIA	99
3	LA DETERMINAZIONE DEL COSTO COMPLESSIVO DI UNA FONTE: UN CONFRONTO CON LA FORMULA INDICATA DALLE ISTRUZIONI	100
3.1	LA DETERMINAZIONE DEL COSTO EFFETTIVO DELL'OPERAZIONE DI MUTUO	101

Indice

3.1.1	LA DETERMINAZIONE DEL COSTO EFFETTIVO DI UN'OPERAZIONE DI MUTUO: LA CONSIDERAZIONE DEGLI ONERI E DELLE SPESE.....	107
3.1.2	LA DETERMINAZIONE DEL COSTO EFFETTIVO DI UN'OPERAZIONE DI MUTUO: LA CONSIDERAZIONE DEGLI INTERESSI DI MORA	108
3.2	LA DETERMINAZIONE DEL COSTO EFFETTIVO DI UN'OPERAZIONE DI APERTURA DI CREDITO.	110
3.2.1	LA DETERMINAZIONE DEL COSTO EFFETTIVO DI UN'OPERAZIONE DI APERTURA DI CREDITO: IL CONTEGGIO DELLE COMPETENZE.....	111
3.2.2	LA DETERMINAZIONE DEL COSTO EFFETTIVO DI UN'OPERAZIONE DI APERTURA DI CREDITO SECONDO L'ART. 644 DEL C.P.	114
3.2.3	LA DETERMINAZIONE DEL COSTO EFFETTIVO DI UN'OPERAZIONE DI APERTURA DI CREDITO SECONDO LE ISTRUZIONI DELLA BANCA D'ITALIA DEL FEBBRAIO 2006	116
3.2.4	LA DETERMINAZIONE DEL COSTO EFFETTIVO DI UN'OPERAZIONE DI APERTURA DI CREDITO SECONDO LE ISTRUZIONI DELLA BANCA D'ITALIA DELL'AGOSTO 2009.....	119
4	CONFRONTO DELLE RISULTANZE OTTENUTE	120
5	CRITICITÀ APPLICATIVE DELLA FORMULA INDICATA DALLE <i>ISTRUZIONI</i>	124
CAP. V: SINTESI E CONCLUSIONI		130
BIBLIOGRAFIA.....		139

Introduzione

Lo scopo del lavoro consiste nella determinazione del costo delle diverse forme di raccolta di capitale da parte dell'azienda nell'ottica della normativa antiusura.

Partendo da una tematica classica dell'economia aziendale, le teorie sul costo delle fonti di finanziamento, il lavoro ha lo scopo di mostrare come gli strumenti concettuali dell'economia aziendale vadano letti anche nell'ottica dei vincoli che la normativa e la giurisprudenza impongono in tema di usura. D'altro canto la stessa tematica sull'usura è ancora oggi alquanto controversa, e questo a causa di una giurisprudenza non sempre concorde con la dottrina e la normativa, ed è proprio la non chiara definizione in termini operativi di questa problematica che comporta, sia per gli intermediari finanziari, sia per le imprese, consistenti danni economici oltre a dar luogo a numerosi contenziosi tra gli stessi.

Il contesto sopra delineato richiede, dunque, un contributo aziendalistico alle problematiche concrete provenienti da metodologie di calcolo e formule dettate, spesso avventatamente, da norme e sentenze poco chiare e, a volte, addirittura contraddittorie.

Il lavoro pertanto muove dalla convinzione per cui l'aziendalista non possa sottrarsi nel fornire la propria concezione di come vada inteso il costo di una fonte di finanziamento; oppure, da altro punto di vista, dalla necessità che l'aziendalista fornisca il proprio contributo alla soluzioni di problematiche concrete nascenti dalla applicazioni di concetti e principi che non possono non basarsi su tecniche e strumenti propri delle discipline aziendali.

Il lavoro è stato articolato nelle parti di seguito illustrate.

La prima parte ha proposto una sintetica rassegna storica dell'evoluzione della teoria della finanza aziendale, in particolare degli studi dell'impatto che la struttura finanziaria esercita sulla performance aziendale e sul valore dell'azienda.

Nella seconda parte sono state analizzate le modalità tecniche di raccolta del capitale di credito per un'azienda. Ad ogni diversa fonte di finanziamento corrispondono, infatti, diverse modalità di rimborso e diverse forme di costo e dalla combinazione del diverso atteggiarsi di queste variabili dipende il costo effettivo dell'operazione di

prestito per l'impresa e quindi possono portare a diverse valutazioni circa la convenienza economica per l'impresa stessa.

Nella terza parte è stato esaminato il quadro normativo di riferimento in tema di usura, con particolare riguardo alla giurisprudenza di merito e di legittimità e alle indicazioni riportate nelle Istruzioni dell'Organo di vigilanza e finalizzate a fornire le modalità operative ai fini della determinazione del tasso effettivo in concreto applicato alle operazioni di finanziamento.

Nella quarta parte si è proceduto, per talune operazioni di finanziamento, in particolare per quelle più comuni cui fanno ricorso le imprese (aperture di credito e mutui) a individuare il costo da considerare ai fini della determinazione del tasso effettivo che deve essere confrontato con le soglie di legge nel rispetto della normativa antiusura.

Infine, si è tentato, nelle conclusioni, di svolgere considerazioni critiche, dalla prospettiva aziendale, sulla validità degli odierni strumenti normativi per la determinazione dell'eventuale comportamento usurario delle banche suggerendo al contempo le modalità per migliorare l'applicazione, dal punto di vista tecnico, delle metodologie proposte dalla normativa e dalla giurisprudenza per determinare il costo delle fonti.

Sono state formulate anche ipotesi circa le possibili modalità per affinare le diverse metodologie esistenti per la determinazione del costo delle fonti, allo scopo di ridurre non solo le controversie in tema di usura, ma anche di affinare il calcolo del costo del debito di particolari forme tecniche di finanziamento e allo scopo di permettere una corretta definizione del costo medio ponderato del capitale e di conseguenza dei diversi strumenti di misurazione della performance d'impresa.

Cap. I: La struttura finanziaria di un'impresa

1. L'evoluzione della finanza aziendale

Nella sua accezione tradizionale la finanza aziendale è intesa come la disciplina che si occupa del reperimento delle risorse finanziarie sul mercato dei capitali allo scopo di soddisfare il fabbisogno di capitale emergente dalle scelte strategiche e operative dell'impresa¹. In questo contesto, gli studi in materia sono limitati alla descrizione degli istituti finanziari e degli strumenti di finanziamento a disposizione dell'impresa, in un'ottica che pone l'attenzione verso i finanziatori, e dunque verso l'esterno dell'impresa stessa². A partire dagli anni '50, al suddetto paradigma, si affianca quello della *finanza allargata* dove l'oggetto degli studi viene esteso alle modalità di impiego delle risorse finanziarie reperite sul mercato dei capitali. Di conseguenza, assumono rilievo, sia le problematiche attinenti alla gestione delle fonti di finanziamento, sia quelle dell'impiego di capitali, e si pone, in particolare, l'attenzione alle decisioni relative al rapporto tra capitale proprio e capitale di credito, alla gestione della tesoreria e agli investimenti di natura finanziaria e in capitale fisso³. Si affiancano, pertanto, nuovi campi di indagine che spostano progressivamente l'attenzione della finanza verso l'interno dell'impresa.

Un'evoluzione di quest'ultimo paradigma, che si afferma negli anni successivi, è il c.d. filone di studi della *nuova finanza* volto a definire *“un modello di equilibrio generale che spieghi i comportamenti di tutti gli operatori, quando essi siano coinvolti in un*

¹ Il fabbisogno finanziario, in questa accezione è definito “fabbisogno di funzionamento” ed esprime l'entità dei mezzi finanziari che l'azienda deve reperire durante il normale svolgimento della gestione per fronteggiare l'asincronia tra entrate e uscite relative a ricavi e costi. Un altro modo per configurare il fabbisogno consiste nell'evidenziare l'ammontare della risorse capitale richiesta dallo svolgimento della gestione. In questo senso qualunque operazione di impiego di capitale contribuisce alla formazione del fabbisogno richiesto, sia dall'area economica (investimenti in crediti, beni strumentali, scorte di magazzino, spese d'esercizio), sia dall'area finanziaria (impieghi per rimborsi di finanziamenti). Si ha in tal modo la nozione di “fabbisogno lordo di capitale”.

² L. Brusa, L. Zamproga, *Finanza d'Impresa*, Etas Libri, 1995.

³ R. A. Brealey, S. C. Myers, F. Allen F., S. Sandri, *Principi di Finanza Aziendale*, McGraw-Hill, gennaio 2011.

processo di allocazione delle risorse in condizione di incertezza"⁴ e che conduce all'elaborazione di nuovi schemi teorici finalizzati a collegare i comportamenti degli investitori con le logiche di funzionamento dei mercati finanziari e le scelte d'investimento da parte delle imprese⁵. Gli strumenti si arricchiscono di nuovi modelli, tra i più significativi si rammentano quelli basati su metodologie matematiche e statistiche, quali media e varianza e la teoria del portafoglio⁶, e gli studi dell'impatto che la struttura finanziaria esercita sulla performance aziendale e sul valore dell'azienda.

Coerentemente con lo scopo del presente lavoro, che si fonda sullo studio del costo delle fonti di finanziamento proprie della finanza tradizionale, l'obiettivo del presente capitolo è quello di fornire un inquadramento concettuale e una sistematizzazione organica delle numerose proposte teoriche che nel tempo gli studiosi hanno elaborato

⁴ G. Brunetti, *Evoluzione della finanza aziendale*, E. Clueb, Bologna, 1985.

⁵ Su tale argomento si vedano: G. Donna, *Teoria finanziaria e strategia d'impresa: la lunga marcia di avvicinamento*, in *Finanza, Impresa e Mercati*, n. 3/89 e S.C. Myers, *Finance Theory and Financial Strategy*, n. 14, gen.-feb., 1984 e C. Demattè, *il nuovo ruolo della finanza nelle strategie di impresa*, in *Economia e Banca*, n. 3, 1988.

⁶ I suddetti strumenti spiegano la relazione esistente tra rischio e rendimento atteso di un investimento. Ciò che rende rischioso un investimento nel mercato azionario è la dispersione dei risultati possibili, la misura di questa dispersione è data dallo scarto quadratico medio o varianza. Il rischio di ogni azione può essere separato in due parti: il rischio specifico peculiare di ogni azione e il rischio sistematico che deriva dalle variazioni dell'intero mercato. Gli investitori, attraverso la diversificazione del proprio portafoglio possono eliminare il rischio specifico, ma non possono eliminare il rischio sistematico, per cui tutto il rischio di un portafoglio completamente diversificato è costituito dal rischio sistematico. Il contributo di una singola azione al rischio di un portafoglio interamente diversificato dipende dalla sua sensibilità alle variazioni del mercato, ossia dal rischio sistematico misurato dal beta. La differenza tra il rendimento del mercato e il tasso di interesse privo di rischio si definisce premio per il rischio del mercato ($r_m - r_f$). William Sharpe in *"Capital Asset Price: a theory of market equilibrium under conditions of risk"* in *Journal of Finance* (n. 19, settembre 1964) e John Lintner, in *The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets*, in *Review of Economics and Statistics*, (n. 47, febbraio 1965), con la teoria del *capital asset pricing model* hanno fornito un modello che spiega come in un mercato concorrenziale, il premio atteso per il rischio varia in modo direttamente proporzionale al beta. In altri termini, il premio atteso per il rischio di un investimento con un beta pari a 0,5 è, di conseguenza, la metà del premio atteso per il rischio di mercato secondo la seguente relazione: premio atteso per il rischio delle azioni = $\beta(r_m - r_f)$. In altri termini il premio atteso per il rischio dovrebbe crescere in proporzione al beta del titolo. Harry Markowitz, nell'articolo *Portfolio selection*, in *Journal of Finance*, (n. 7 marzo 1952), ha inoltre mostrato come un investitore possa ridurre lo scarto quadratico medio dei rendimenti del portafoglio scegliendo azioni che non hanno andamenti esattamente concordi. In altri termini Markowitz individua con la dizione *portafogli efficienti*, quei portafogli di titoli la cui combinazione consente all'investitore di ottenere il rendimento atteso massimo per un dato scarto quadratico medio (livello di rischio). Per maggiori approfondimenti sulle suddette tematiche si rinvia a R. A. Brealey, S. C. Myers, F. Allen F., S. Sandri, *Principi di Finanza Aziendale*, McGraw-Hill, gennaio 2011.

in merito all'impatto che la struttura finanziaria esercita sulla performance aziendale e sul valore dell'impresa⁷.

2. La struttura ottimale del capitale e la creazione di valore

Tra i vari ambiti di interesse della finanza aziendale, vi è certamente quello volto a definire la struttura ottimale del capitale. Questo ordine di decisioni si riferisce alla possibilità che esista un rapporto ottimale per l'impresa tra capitale proprio e capitale di credito, in corrispondenza del quale il valore della stessa risulta massimizzato.

Di seguito saranno, dunque, esaminate, come già detto, le numerose proposte teoriche che nel tempo gli studiosi hanno elaborato in merito all'impatto che la struttura finanziaria esercita sul valore dell'impresa.

Creare valore per un'impresa consiste nella capacità di assicurare ad ognuno dei suoi interlocutori un'adequata soddisfazione delle rispettive attese⁸. La remunerazione del capitale investito dall'imprenditore o dall'azionista, che assume carattere residuale rispetto alla remunerazione che spetta a tutti gli altri fattori produttivi impiegati nell'esercizio dell'impresa e che presenta, di conseguenza, i connotati di incertezza e variabilità, deve essere, messa a confronto con il *costo opportunità* di quel capitale, cioè con il rendimento che quel capitale riceverebbe in altri impieghi sui quali insiste un rischio di pari livello, al fine di poter formulare un giudizio sulla sua congruità⁹. In considerazione del limite imputato al modello contabile, ossia di non aver offerto soluzioni al trattamento della variabile rischio, da cui dipende la remunerazione attesa dall'imprenditore, la letteratura scientifica ha elaborato il concetto di *reddito residuale*,¹⁰ che costituisce un primo apprezzabile tentativo di avvicinare il risultato

⁷ Per un approfondimento, si veda: R.N. Anthony, *Accounting for the Cost of Interest*, Lexington Books, Lexington, 1975; D. Solomons, *Divisional Performance: Measurement and Control*, Financial Executive Research Foundation, New York, 1965; R.S. Kaplan, *Advanced Management Accounting*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1982.

⁸ G. Donna, *La creazione di valore nella gestione d'impresa*, Carocci, Roma, 1999.

⁹ A. Incollingo, *La comunicazione della performance aziendale attraverso il bilancio*, Giappichelli, Torino, 2008.

¹⁰ Un'applicazione del concetto di reddito residuale è fornita da Guatri che propone la figura del "*Risultato Economico Integrato*" per cui si rinvia a GUATRI L., *L'inettitudine dei risultati contabili a esprimere la performance dell'impresa. Dall'utile di bilancio al Risultato Economico Integrato*, in *La*

contabile ad una misura di *performance*. Con il termine *reddito residuale* si designa comunemente la differenza tra il reddito di periodo e l'interesse sul capitale proprio:

$$Rr = Rc - (i \times Cp)$$

dove:

Rr = reddito residuale del periodo t

Rc = reddito contabile del periodo t

i = tasso che esprime il costo del capitale proprio

Cp = capitale proprio contabile all'inizio del periodo t

In un'altra accezione il reddito residuale può essere espresso come differenza tra il reddito operativo contabile al netto delle imposte e il costo medio ponderato del capitale (media del costo del capitale proprio e del costo dei debiti finanziari, ponderata con i pesi relativi del capitale proprio e dei debiti finanziari)¹¹ moltiplicato per il valore assoluto del capitale investito.

Il modello dell'EVA (*Economic Value Added*) è un'applicazione del concetto di reddito residuale che misura la *performance* dell'impresa ponendo a confronto quanto rende il capitale investito operativo e il costo del capitale complessivamente fornito all'impresa dai soci e dai finanziatori esterni ¹².

La relazione che lo rappresenta è la seguente:

$$EVA = NOPAT - (wacc \times CI)$$

valutazione delle aziende, n. 2, 1996. Sul tema si veda, anche, R. Giannetti, *Dal reddito al valore*, Giuffrè, Milano, 2002;

¹¹ Il costo medio ponderato del capitale è espresso come noto dalla seguente formula:

$$WACC = D/(D+E) \times rd + E/(D+E) \times re$$

Ove:

$D/(D+E)$ e $E/(D+E)$ esprimono il peso del debito e del capitale proprio rispetto al totale dei finanziamenti; rd è tasso di rendimento richiesto dai finanziatori ed re è il tasso di rendimento richiesto dai portatori di capitale di rischio, a sua volta influenzato dal rendimento di investimenti alternativi privi di rischio e dal premio per il rischio determinato mediante la valutazione dei rischi specifici e di azienda.

¹² G. B. Stewart, *La ricerca del valore*, Egea, Milano, 2000.

dove:

NOPAT = reddito operativo al netto delle imposte (Net Operating Profit After Taxes)

wacc = costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital), espresso in %

CI= capitale investito operativo netto

Tale espressione richiama quella prima illustrata del reddito residuale, con la differenza che il primo termine della differenza guarda al rendimento (al netto delle imposte) degli investimenti dell'impresa a prescindere dalle modalità di finanziamento di tali investimenti e che il secondo termine, coerentemente, considera il rendimento normale di tutto il capitale che finanzia quegli investimenti.

In caso di EVA positivo, il modello rappresenta che la gestione del periodo ha *creato* valore, in quanto il risultato economico disponibile per la remunerazione di tutti gli investitori nell'impresa è superiore al rendimento (medio) atteso dai conferenti capitale di rischio e di credito. In caso contrario, cioè quando il rendimento delle risorse investite nell'impresa è inferiore al costo delle stesse, l'EVA, di segno negativo, rappresenta e misura la *distruzione* di valore economico avvenuta nell'esercizio.

Pertanto, sulla base della suddetta relazione si evidenzia la necessità, al fine di poter misurare correttamente la performance dell'impresa di determinare, in particolare, il rendimento medio atteso dai portatori di capitale di rischio e dai portatori di capitale di credito, e dunque definire la combinazione di fonti di finanziamento che possa massimizzare il valore economico del capitale.

Si tratta di una conclusione cui è difficile pervenire, poiché gli studi svolti non hanno condotto ad una soluzione univoca e oggettiva e dunque la ricerca della struttura finanziaria ottimale rimane e probabilmente rimarrà un tema di dibattito destinato a perdurare nel tempo¹³.

¹³ R. A. Brealey, S. C. Myers, F. Allen F., S. Sandri, *Principi di Finanza Aziendale*, op. cit

3. La teoria classica

Gli studi teorici classici, pur basando la loro validità su ipotesi semplificatrici, ossia l'esistenza di un mercato perfetto, in cui tutte le imprese hanno un azionariato diffuso ed hanno la stessa capacità di indebitamento, fondano la loro tesi partendo dal presupposto che il rendimento atteso dai portatori di capitale di rischio è scarsamente influenzato da moderati livelli di indebitamento. In altri termini, il costo opportunità del capitale di rischio è supposto costante fino ad un determinato livello di indebitamento, che può essere considerato ragionevole in funzione del rischio finanziario ad esso associato.

Sulla base del suddetto postulato la teoria classica afferma, quindi, che un'impresa ha la possibilità di incrementare il suo valore globale e di minimizzare il suo costo medio ponderato del capitale ricorrendo a un mirato utilizzo della leva finanziaria¹⁴. La creazione del valore¹⁵ discende, dunque, dalla circostanza per la quale la redditività del capitale investito nell'attività caratteristica, espressa dal ROI è superiore al costo medio ponderato del capitale, ossia al costo complessivo delle risorse impiegate per il finanziamento della stessa¹⁶.

Secondo la teoria classica esiste dunque un rapporto debiti di finanziamento/capitale proprio ottimale, in corrispondenza del quale il costo medio ponderato del capitale è minimo e il valore economico dell'impresa è massimo: fino al raggiungimento della struttura finanziaria ottimale, il maggior rendimento richiesto dai portatori del capitale di rischio è più che compensato dal minor costo dei debiti di finanziamento; oltre il suddetto rapporto ottimale, gli oneri finanziari collegati all'indebitamento, incrementano il costo medio ponderato del capitale con conseguente distruzione del valore dell'impresa¹⁷.

I sostenitori dell'approccio tradizionale sono tuttavia consapevoli che non esista una struttura finanziaria ottima uguale per tutti i settori di attività, e parimenti non esiste

¹⁴ La formula della leva finanziaria, come noto è la seguente: $ROE = [ROI + (ROI - i) \cdot Q] \cdot (1-t)$ ed evidenzia la relazione esistente tra ROE e ROI. In altre parole, all'aumentare del ricorso al capitale di credito e dunque all'incremento del quoziente di indebitamento Q, il ROE aumenta in funzione del suddetto aumento e in ragione della differenza positiva tra il ROI e il tasso dei finanziamenti.

¹⁵ L. Guatri, *La teoria di creazione del valore, una via europea*, Milano, 1991.

¹⁶ L. Brusa, L. Zamprognà, *Finanza d'Impresa*, op. cit..

¹⁷ G. Metallo, *Finanza Sistemica d'impresa*, seconda edizione, G. Giappichelli, Torino, 2007.

una struttura finanziaria ottimale per le aziende operanti nello stesso settore, così anche per la stessa impresa, il rapporto ottimale debiti di finanziamento capitale proprio non può essere lo stesso in periodi diversi.

4. Teoria Modigliani & Miller

Modigliani & Miller, ponendosi in netto contrasto con la teoria classica, affermano che il valore economico di un'impresa, in un mercato dei capitali perfetto, è determinato unicamente dal livello di rischio dell'impresa stessa, indipendentemente dalla combinazione delle fonti di finanziamento che finanziano l'attività. In altre parole il valore delle aziende non dipende dalla loro struttura finanziaria, bensì esclusivamente dalle condizioni di rendimento e rischio connesse alle attività reali della stessa. Il valore complessivo dell'impresa non dipende dunque dalla sua struttura finanziaria; ogni combinazione di mezzi finanziari è valida come qualsiasi altra e dunque risulta irrilevante (*la proposizione di M&M*)¹⁸.

Le assunzioni su cui si basa la suddetta teoria sono, come noto, particolarmente stringenti¹⁹:

- perfetta contendibilità del mercato finanziario;
- assenza di costi di transazione;
- assenza di asimmetrie informative;
- assenza di opportunità di arbitraggio;
- inesistenza di rischi di fallimento;
- assenza di imposte.

In queste condizioni il valore dell'impresa risulta determinato dal valore attuale del flusso di cassa al lordo degli interessi, dove il tasso di sconto consiste nel rendimento atteso su imprese appartenenti alla stessa classe di rischio.

In altri termini, il valore dell'impresa è determinato dal tasso di sconto e dai flussi di cassa dell'impresa, cioè dalla sua attività patrimoniale, indipendentemente dalla

¹⁸ F. Modigliani, M. Miller, *The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment* in *American Economic Review*, vol. 3, n. 48, giugno 1958, pp. 261-297.

¹⁹ L. Brusa, L. Zamproga, op.cit.

composizione delle fonti di finanziamento utilizzate per finanziare le stesse attività patrimoniali.

Il suddetto teorema implica, inoltre, che il costo medio del capitale sia indipendente dal volume e dalla struttura del debito ed è pari al rendimento atteso dagli investitori per imprese appartenenti alla medesima classe di rischio. A causa dell'assenza di un premio di rischio, l'indebitamento può sembrare più conveniente dell'emissione di azioni, infatti, l'aumento dell'indebitamento non riduce il costo medio del capitale per l'impresa, perché i suoi effetti sono compensati dal maggior costo del capitale di rischio. La conseguenza del suddetto assunto porta a concludere che le decisioni di investimento possono essere nettamente separate dal loro finanziamento: esse dovrebbero essere infatti prese in base al criterio di massimizzazione del valore dell'impresa e dunque il costo del capitale da impiegare in decisioni razionali sugli investimenti equivale al suo costo totale, misurato in base al rendimento atteso di aziende interamente finanziate da azioni e appartenenti alla stessa classe di rischio. Nella II proposizione di M&M²⁰, gli autori anticipano la fondamentale relazione tra rendimento richiesto sul capitale proprio e rischio sopportato.

Nella suddetta proposizione gli autori, infatti, analizzano gli effetti dell'indebitamento sul costo del capitale. Il maggior ricorso all'indebitamento, cioè a fonti di finanziamento meno onerose rispetto al capitale proprio è esattamente controbilanciato dal maggior rendimento richiesto dagli azionisti per effetto del rischio finanziario più elevato, così da lasciare immutato il costo medio ponderato del capitale e dunque il valore dell'impresa. A tal riguardo è agevole fare riferimento al modello della leva finanziaria che mette in evidenza le ripercussioni possibili sul ROE di un aumento dell'indebitamento in presenza di una redditività operativa (ROI) superiore al costo del debito. Un elevato ricorso all'indebitamento si riflette, dunque, in pari misura sul costo del capitale proprio lasciando sostanzialmente inalterato il rendimento dello stesso.

La teoria dell'irrilevanza della struttura finanziaria è subordinata alla validità degli assunti che ne stanno alla base, in particolar modo l'assenza di imperfezioni nel

²⁰ M. Miller, F. Modigliani, *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, in *American Economic Review*, vol. 3, n. 53, 1963, pp. 433-443.

mercato dei capitali. Se il suddetto assunto viene meno si può supporre che il valore economico dell'impresa e il suo costo del capitale possano essere influenzati da variazioni nel livello di indebitamento. L'imposizione fiscale è ad esempio l'elemento che più visibilmente impatta sull'assunzione di un mercato perfetto²¹.

5. La rilevanza del fattore fiscale

Gli stessi M&M nella versione rivista della I proposizione che si fondava sull'assunto di un contesto privo di imposte, rivedero la propria posizione includendo nell'analisi il meccanismo dell'imposizione fiscale che costituisce l'elemento di differenziazione più evidente tra la realtà semplificata da essi ipotizzata e il reale contesto in cui le imprese si trovano ad operare²².

Nell'ipotesi in cui si considerino solo le imposte societarie, la conclusione condivisa dagli autori è che sotto il profilo del valore dell'impresa, la deducibilità degli interessi passivi dall'imponibile fiscale diventa un elemento di preferenza assoluta per il ricorso al capitale di credito.

In virtù dell'effetto fiscale, la strategia ottimale per massimizzare il valore economico dell'impresa è quella di incrementare il più possibile il grado di leva finanziaria. La possibilità di beneficiare dell'effetto fiscale è tuttavia assoggettata ad un certo grado di incertezza dovuto, ad esempio,²³ a:

- possibilità che l'impresa non sia in grado di generare redditi operativi *pre oneri e imposte* tali da coprire gli importi degli oneri finanziari;
- rischio di incorrere in bancarotta che impedirebbe ai futuri azionisti benefici correlati agli aspetti fiscali;
- possibilità che l'aliquota di imposizione societaria venga modificata nel tempo;
- esistenza di altri strumenti operativi a disposizione dell'impresa per ridurre l'imposizione fiscale.

²¹ G. Provenzano, *Finanza Aziendale*, Giappichelli Editore, 2003.

²² M. Pagano, *I teoremi di Modigliani Miller: una pietra miliare della finanza*, in *Moneta e Credito*, vol. LVIII, nm. 230 -231, giugno-settembre 2005

²³ L. Brusa, L. Zamproga, op.cit.

Per tutto quanto sopra detto il valore economico dell'impresa è rappresentabile nel modo seguente:

+ Valore globale dell'impresa senza l'uso della leva finanziaria
+ Valore attuale dello scudo fiscale in presenza di indebitamento
- Storno del valore dello scudo fiscale per l'incertezza di realizzarlo
= Valore globale di un'impresa indebitata

In presenza di imposte societarie e imposte sui redditi personali dell'investitore, invece la siffatta circostanza comporterebbe per quest'ultimo l'esigenza di percepire un rendimento al lordo delle imposte personali maggiorato in modo tale da garantirgli il medesimo rendimento netto, che in assenza di imposte, renderebbe conveniente effettuare l'investimento.

Ne deriva che la convenienza a indebitarsi per l'impresa può essere ridotta o totalmente eliminata dalla presenza di imposte sui redditi personali.

Se i redditi personali provenienti dai debiti di finanziamento e dal capitale proprio (sia come dividendi, sia come guadagni in conto capitale) sono tassati con la stessa aliquota, il vantaggio dello scudo fiscale per la società permane.

Il valore dello scudo fiscale risulterà invece ridotto se l'aliquota d'imposta sui redditi personali da capitale proprio è inferiore all'aliquota d'imposta sui redditi personali da debiti di finanziamento, questo perché si pagano più imposte personali nel caso di un'impresa indebitata che non per un'impresa interamente finanziata con capitale proprio. In altri termini, nell'ipotesi in cui il beneficio della deducibilità degli oneri dal risultato imponibile sia esattamente controbilanciato dallo svantaggio, in termini impositivi, di possedere redditi da detenzione di titoli di credito piuttosto che azionari, e che i primi siano tassati più pesantemente dei secondi, la leva finanziaria non modifica il valore economico dell'impresa.

Infine, nel caso in cui il beneficio economico della deducibilità degli oneri finanziari dal risultato imponibile sia inferiore rispetto allo svantaggio di ottenere redditi da crediti rispetto ai redditi azionari, il ricorso a debiti di finanziamento riduce il valore economico dell'impresa.

Quanto sopra affermato si fonda sull'ipotesi semplificatrice di imposte personali sul reddito ad aliquota fissa, se però si ipotizza che l'imposta personale è progressiva, come è di norma nella realtà, e con aliquote differenti per i diversi tipi di investimenti, gli effetti della tassazione dovranno essere valutati replicando un calcolo di convenienza svolto per ogni operatore nel medesimo modo²⁴.

Al variare delle aliquote personali effettive di ogni operatore, infatti, qualche investitore troverà più conveniente, per dati valori di rendimento lordi, l'investimento in azioni e qualcun altro l'investimento in capitale di credito.

Secondo M. Miller²⁵, la suddetta tematica deve essere affrontata in termini di equilibrio tra domanda e offerta complessiva delle varie tipologie di strumenti finanziari. In altre parole, la quantità complessiva domandata per ogni strumento aumenterà al crescere del rendimento lordo, perché ogni incremento renderà accettabile l'investimento per qualche investitore che si situa a livelli di aliquota marginale più elevati. A questo punto si dovrebbe tendere ad una situazione di equilibrio per cui a livello aggregato, le imprese emettono la quantità complessiva di ciascuno strumento che rende il rendimento atteso sui titoli azionari uguale al rendimento atteso sui titoli di debito. Se, infatti, in un certo momento si ipotizzasse un incremento del rendimento del capitale di rischio sul rendimento dei titoli di debito, le imprese sarebbero incentivate a rimodulare la struttura finanziaria con un maggior ricorso al debito; ma per accrescere la quantità di debito collocato è necessario attrarre investitori con aliquote marginali di tassazione degli interessi sul debito relativamente elevate, investitori per i quali non è interessante l'investimento a quel livello di rendimento lordo di imposte. Quest'ultimo dovrebbe quindi aumentare fino al punto che rende nuovamente conveniente per le imprese l'emissione dei titoli azionari²⁶.

²⁴ L. Brusa, L. Zamprognà, op.cit.

²⁵ M. Miller, "*Debts and Taxes*", in *Journal of Finance*, n. 32, 1977.

²⁶ Miller come noto si riferisce al sistema di tassazione fiscale statunitense che prevede la tassazione dei redditi di società una prima volta in capo alla stessa e una seconda in capo ai singoli soci e si fonda sul presupposto che i potenziali finanziatori della società sono sottoposti ad aliquote d'imposta differenziate.

Secondo Giannini (1989), partendo dal presupposto che i potenziali finanziatori dell'impresa (sia a titolo di capitale di rischio sia titolo di capitale di credito) sono soggetti ad aliquote d'imposta differenziate,; *“gli investitori persone fisiche che hanno un'aliquota marginale dell'imposta personale inferiore a quella della società deterranno nel proprio portafoglio solo titoli rappresentativi del capitale di debito dell'impresa, poiché questi sono deducibili da un imponibile, quello della società, tassato con un'aliquota superiore a quelli cui sono tassati gli interessi attivi percepiti in sede personale. Gli investitori, la cui aliquota personale di imposta sul reddito supera quella delle società, preferiranno invece sottoscrivere azioni, il cui rendimento è tassato in sede di società, ma è esente se percepito sotto forma di plusvalenze, dal pagamento dell'imposta personale sul reddito. L'investitore marginale, che è quello la cui aliquota di imposta personale coincide con quella della società, sarà indifferente tra il finanziamento con debito o capitale proprio”*²⁷.

Se le dimensioni del mercato dei capitali sono sufficientemente vaste, la singola impresa non è in grado di influenzare questo fenomeno ed aumentare il suo valore agendo sulla propria leva finanziaria. In altre parole, se ciascuna azienda non può influenzare con le proprie scelte individuali il costo delle varie forme di finanziamento, si ritorna ad una situazione in cui la struttura finanziaria verticale prescelta (rapporto tra mezzi propri e capitale di credito) non avrebbe implicazioni sul valore dell'impresa. Peraltro, Aragon (1989), osserva che è difficile prevedere *“l'effetto delle imposte personali sul valore del leverage delle società (...): le interrelazioni tra imposte societarie e imposte personali, variano da impresa ad impresa, e così è impossibile determinare a priori l'impatto del leverage su di una singola impresa, senza conoscere in modo adeguato le aliquote di imposta dei singoli investitori”*²⁸.

In conclusione, introducendo le imposte personali, l'effetto della struttura finanziaria sul valore dell'impresa dipende dalla modalità di tassazione dei redditi da interessi e dei redditi da azioni. In linea di principio è possibile affermare che fino a quando l'aliquota d'imposta personale pagata sugli utili dai percettori risulta superiore a quella sugli interessi, sussiste il vantaggio fiscale connesso all'indebitamento, viceversa, se

²⁷ Cfr. S. Giannini, *Imposte e finanziamento delle imprese*, Il Mulino, Bologna, 1989, pag. 67.

²⁸ A.G. Aragon, *Financial management*, Allyn and Bacon, Boston Massachusetts, 1989, pag. 690.

quest'ultima diviene superiore alla prima, il vantaggio fiscale tende a diminuire o addirittura a scomparire.

Il tema dell'interrelazione tra imposte societarie e personali nella scelta della struttura finanziaria è tutt'altro che risolto, poiché in primo luogo le conclusioni cui perviene Miller prescindono dalle concrete caratteristiche delle normative fiscali di ogni singolo paese²⁹. In secondo luogo non tengono conto della situazione delle singole imprese, per le quali ad esempio il risparmio fiscale è meno importante, o perché possono avere prospettive di reddito future molto incerte, oppure perché possono avere accumulato ingenti crediti d'imposta per effetto di perdite pregresse.

6. I costi del dissesto e la *trade - off theory*

L'analisi del reale comportamento delle aziende ha permesso di costruire una delle più condivise teorie della nuova finanza sulle variabili che influenzano le scelte relative al rapporto di indebitamento ottimale.

I contributi che hanno successivamente alimentato lo storico dibattito, nonché un'infinita serie di studi empirici, hanno portato ad una nuova proposta denominata *trade-off theory*³⁰.

La suddetta teoria tiene conto del beneficio fiscale connesso alla presenza dell'indebitamento e introduce la considerazione dei costi del dissesto, definiti come tutti quei costi che l'impresa deve sopportare quando non è più in grado di mantenere gli impegni assunti nei confronti dei creditori.

Secondo tale impostazione teorica, il dissesto comporta dei costi diretti e dei costi indiretti³¹. I primi sono quelli che si sopportano nel caso in cui il dissesto porta al fallimento dell'impresa, quali i costi legali e amministrativi della procedura fallimentare. I secondi sono, invece, quelli collegati alla perdita di immagine

²⁹ Si pensi ad esempio all'Italia dove con l'introduzione dell'IRAP non è stata prevista la deducibilità degli oneri finanziari. Si rammenta, peraltro, che è stato recentemente introdotto un limite alla deducibilità degli interessi passivi ai fini IRES (30% del ROL).

³⁰ S. Titman, *The effect of capital structure on a firm's liquidation decision*, in Journal of Financial Economics, n. 13, marzo 1984; N.D. Baxter, *Leverage, risk of ruin, and the cost of capital*, in The Journal of Finance n. 22, September, 1984.

³¹ A. Incollingo, *Il fabbisogno finanziario dell'impresa*, Milano, Giuffrè Editore, 1996, pag. 177.

dell'impresa sul mercato, in quanto la sua crisi finanziaria può determinare un allontanamento dei clienti, i fornitori possono pretendere prezzi più elevati oppure ottenere condizioni di favore, i finanziatori possono non concedere più credito o farlo a condizioni più gravose.

Sulla base della suddetta teoria, il rapporto ottimale debiti di finanziamento/capitale proprio nasce da una valutazione integrata dei benefici fiscali e dei costi del dissesto.

In una prima fase il valore attuale del vantaggio fiscale aumenta con l'incrementare dei debiti di finanziamento, poiché a livelli di indebitamento limitati i rischi di fallimento e i relativi costi sono limitati, quindi prevale il valore dei vantaggi fiscali. Al crescere dell'indebitamento, aumenta la probabilità di fallimento e dei relativi costi rispetto al vantaggio fiscale degli oneri finanziari.

L'uguaglianza tra il valore attuale dei costi del dissesto e il valore attuale del vantaggio fiscale connesso al maggior indebitamento identifica, pertanto, il punto in cui la struttura finanziaria può definirsi ottimale, e che varierà da impresa a impresa a seconda di diversi fattori (imposizione fiscale, stabilità dei flussi di reddito, settore di attività, tasso di sviluppo del settore, presenza di beni immateriali). Tale combinazione ottimale deve portare per ciascuna impresa all'individuazione di un livello di indebitamento ottimale, o meglio ancora di un intervallo di valori dell'indebitamento, tali da consentire lo sfruttamento del beneficio fiscale connessi al debito, senza incorrere nel rischio dei costi del dissesto.

7. Ulteriori contributi alla teoria sulla struttura finanziaria ottimale

Sebbene gli aspetti di natura fiscale hanno un ruolo considerevole nella spiegazione della struttura del capitale dell'impresa, la teoria si è arricchita negli anni di ulteriori contributi, in base ai quali la scelta della struttura finanziaria ottimale sarebbe influenzata anche da altri fattori.

7.1 La Teoria dell'ordine di scelta

A tal riguardo, si rammenta la teoria dell'ordine di scelta che si fonda sulla circostanza che nelle decisioni di finanziamento le imprese incorrono in costi di negoziazione (detti anche costi di transazione) diversi dalla componente rappresentata dalla remunerazione finanziaria del capitale investito. In altri termini, non è possibile definire una combinazione ottimale tra capitale proprio³² e capitale di credito nella determinazione del sistema delle fonti, in quanto le imprese preferiscono l'autofinanziamento³³, poiché rappresenta una fonte di finanziamento disponibile senza la necessità di negoziazione con mercati e istituti finanziari. La suddetta teoria è, infatti, volta a spiegare il motivo per cui la gerarchia delle fonti esterne è influenzata dall'entità dei costi di negoziazione, tale per cui le imprese preferiscono tra le varie forme di finanziamento, il ricorso a forme di debito a breve rispetto al debito a lungo termine e all'emissione di azioni. Pertanto, quando l'entità dell'autofinanziamento non è sufficiente, le imprese essendo avverse alle emissioni azionarie emettono prima titoli di debito, poi utilizzano "titoli ponte" tra il debito e il capitale proprio (obbligazioni convertibili) e solo in ultima analisi emettono azioni³⁴.

La motivazione di un siffatto comportamento potrebbe dunque risiedere in motivazione di ordine strettamente economico collegate per esempio ai costi di emissione che costituiscono solo una delle componenti dei costi di negoziazione. L'autofinanziamento, come noto, non comporta costi di emissione, e dovendo ricorrere a fonti di finanziamento esterne, a causa dell'insufficienza del primo, i costi di emissione del debito sono inferiori ai costi emissione delle azioni. In questo modo utilizzare l'autofinanziamento significa creare una riserva finanziaria (liquidità di titoli negoziabili, capacità di indebitamento inutilizzata) al fine di ridurre nel futuro la probabilità di emissione di azioni.

³² La suddetta teoria si fonda sul presupposto che il capitale proprio sia composto da due tipologie di fonti diverse, capitale proprio di provenienza esterna e capitale proprio di provenienza interna (autofinanziamento).

³³ L'autofinanziamento evidenzia l'ammontare della ricchezza autoprodotta dalla gestione, non distribuita dall'impresa e quindi risparmiata.

³⁴ La teoria dell'ordine di scelta (*pecking order theory*), è dovuta a Stewart C. Myers, *The Capital Structure Puzzle*, in *Journal of Finance*, n. 32, July 1984.

Secondo tale impostazione dunque non è definibile un mix ottimale tra debiti e capitale proprio, poiché le scelte del soggetto economico sono orientate a preferire le forme di copertura più convenienti in un'ottica di costi di transazione preferendo l'autofinanziamento alle emissioni azionarie, quest'ultime prese in considerazione solo dopo aver attinto al credito.

7.2 La teoria dei costi di agenzia

La teoria dei costi di agenzia è fondata sul rapporto che si instaura tra due soggetti (o categorie di soggetti), uno dei quali (*principale*) delega un altro soggetto (*agente*) a compiere per suo conto e nel suo interesse un determinato compito. La relazione tra il principale e l'agente è caratterizzata da un'asimmetria informativa che fa sì che l'agente svolga la propria attività con l'obiettivo di massimizzare la propria utilità a discapito non solo di quella del principale ma anche dell'efficienza complessiva dell'attività svolta.

Se si volesse calare il suddetto schema in una realtà aziendale questo tipo di relazioni può ravvisarsi sia nei rapporti esistenti tra azionisti e management, sia nei rapporti tra obbligazioni e azionisti.

In particolare, per quanto concerne la relazione esistente tra azionisti e management, la suddetta relazione può dar luogo ad una serie di comportamenti opportunistici e conflitti di interessi noti come *costi di agenzia del capitale proprio*.

In questo senso, rivestendo gli azionisti il ruolo di principale ed il management il ruolo di agente, in assenza di opportuni meccanismi correttivi, i secondi potrebbero intraprendere azioni che incrementano il loro benessere a discapito del valore dell'impresa è dunque dell'utilità dei suoi azionisti. Tali situazioni sono riconducibili a benefici diretti ad accrescere il loro prestigio e il loro *status* ma che si traducono in una serie di spese generali di norma evitabili, i cui benefici economici per l'impresa sono nulli o comunque inferiori ai costi sostenuti dall'impresa e dai suoi azionisti.

Allo scopo di contenere simili comportamenti gli azionisti possono intraprendere una serie di iniziative volte al monitoraggio dell'attività di impresa o la predisposizioni di incentivi economici collegati al valore economico dell'impresa. Per evitare i costi

generati da tali iniziative e dunque per circoscrivere il comportamento opportunistico del management, J&M³⁵ individuano come strumento l'utilizzo di un maggior ricorso al capitale di credito.

Un'espansione dell'indebitamento, infatti, accresce la possibilità di fallimento dell'impresa e conseguentemente espone i soci manager al rischio di perdita del lavoro e di diffusione di una cattiva reputazione. Per evitare che ciò accada il management sarà portato a impegnarsi attivamente, a percepire meno benefici, ricercando non solo i migliori investimenti ma tendendo ad operare nell'interesse della proprietà³⁶.

In questo modo, infatti, verrebbero sottratti al management una parte dei flussi di cassa disponibili destinati al pagamento degli oneri finanziari ed al puntuale rimborso dei debiti, limitando utilizzi di risorse improduttivi, e dunque non destinate ad accrescere il valore dell'impresa.

Si osserva tuttavia che se da un lato il ricorso all'indebitamento attenua i potenziali conflitti tra proprietà e management, dall'altro lo stesso può creare conflitti tra azionisti e obbligazionisti, o più in generale tra portatori di capitale di rischio e portatori di capitale di credito, comportando l'insorgere dei *costi di agenzia del debito*. In tale configurazione gli azionisti assumono il ruolo di agenti ai quali gli obbligazionisti hanno delegato la gestione del capitale di credito in cambio di una promessa di rimborso e di remunerazione di tale capitale a condizioni predefinite.

Le aziende indebitate tendono a realizzare investimenti più rischiosi e meno redditizi, i creditori consapevoli di tali comportamenti attivano meccanismi di controllo che producono costi di agenzia di cui si tiene conto nel determinare il costo del prestito, aumentando il costo delle fonti di finanziamento, proprio per compensare il potenziale costo dei comportamenti opportunistici degli azionisti stessi a sopportare i costi di agenzia del debito.

La struttura finanziaria ottimale, concludono J&M, si avrà in corrispondenza di quel livello di indebitamento che minimizza la somma dei costi di agenzia originati dalle diverse forme di raccolta del capitale.

³⁵ C.M. Jensen, H.W. Meckling, *Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure*, in *The Journal of Financial Economics*, n. 3, October 1976.

³⁶ G. Metallo, op. cit.

7.3 La teoria fondata sull'asimmetria informativa

La teoria fondata sull'asimmetria informativa si fonda sul presupposto che le informazioni a disposizione degli investitori sul mercato finanziario sono inferiori rispetto a quelle in possesso del management.

In presenza di asimmetria informativa, il ricorso da parte dell'impresa al mercato finanziario per nuovo capitale di rischio viene interpretato dagli investitori come una rivelazione da parte del management di un valore dell'impresa inferiore a quello che il mercato è in grado di stimare con le informazioni a propria disposizione. La motivazione risiede nel contenuto informativo della scelta operata dal management. Se, infatti, il management dovesse ritenere che il valore corrente dell'azione fosse inferiore al suo valore effettivo cercherebbe di reperire nuovo capitale attraverso fonti di finanziamento alternative, quali l'autofinanziamento o il capitale di credito, in modo da evitare di trasferire un valore dell'impresa, associato alla vendita di azioni, ad un prezzo inferiore rispetto a quello effettivo. Nella prospettiva dell'investitore, la scelta di ricorrere all'emissione di nuove azioni viene interpretata dal mercato come un segnale negativo, ossia di sopravvalutazione del prezzo di emissione rispetto al suo valore effettivo, al quale gli investitori rispondono correggendo al ribasso il prezzo delle azioni stesse. In questo caso l'uso alternativo dell'indebitamento apparirebbe come un segnale positivo migliore in quanto evidenzierebbe la capacità di credito dell'impresa, oltre a dimostrare la non disponibilità dei proprietari dell'azienda a dividere con altri la redditività delle iniziative che saranno intraprese e che il capitale di credito deve finanziare³⁷.

Perciò al fine di evitare una riduzione di valore dei titoli azionari, è da attendersi che le imprese si attengano all'ordine che privilegia dapprima il ricorso alle fonti di finanziamento interne, autofinanziamento, per poi ricorrere alle fonti a titolo di capitale di credito e solo in ultima analisi alle fonti a titolo di capitale di rischio allargando la base azionaria. In questa prospettiva, il ricorso ad aumenti di capitale di

³⁷ L. Brusa, L. Zamproga, op.cit.

rischio con l'ingresso di nuovi soci viene interpretato come un cattivo segnale dal mercato finanziario, in quanto può rivelare al mercato che l'impresa ha scarsità di fondi e gode di anche di una scarsa capacità di credito presso il sistema bancario.

Questa impostazione, dunque, converge con i risultati raggiunti dalla teoria dell'ordine di scelta.

7.4 La teoria del controllo d'impresa

Secondo questa impostazione, indebitamento e capitale di credito non sarebbero intesi solo come strumenti per acquisire fondi necessari alla copertura del fabbisogno finanziario, ma come strumenti attraverso cui modificare la distribuzione del potere all'interno dell'impresa.

In questo modo la struttura finanziaria di un'impresa dipenderebbe dagli obiettivi dei manager, degli azionisti, dei creditori, di mantenere o aumentare il potere detenuto all'interno dell'impresa³⁸.

Per esempio, se un singolo soggetto possiede la maggioranza assoluta dei titoli azionari egli è nella posizione di negoziare ad un prezzo di cessione più elevato di quello che sarebbe pagato ai piccoli azionisti. Ciò influisce sulla scelta di struttura finanziaria dell'impresa, l'accrescimento della leva finanziaria può risultare strumentale all'esigenza di mantenere le posizioni di controllo esistenti. Quindi maggior indebitamento, maggior controllo dell'azionariato esistente e maggior potere di contrattazione in sede di cessione dell'impresa³⁹. Tuttavia, si osserva che la tendenza al mantenimento del controllo non sempre è volta alla massimizzazione del valore d'impresa. Qualora, infatti, si presentasse l'opportunità di un investimento a valore attuale netto positivo, la cui attivazione implica la raccolta di nuovo capitale di rischio, le valutazioni dell'imprenditore che detiene il controllo possono essere ben diverse da quelle di un investitore puro, il quale senza dubbi approverebbe l'investimento e la

³⁸ M. Harris, A. Raviv, *Corporate control contest and capital structure*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 20, 1988; R. Israel, *Capital structure and the market for corporate control: the defense role of debt financing*, *Journal of Finance*, Vol. 46 (1991),

³⁹ L. Brusa, L. Zamproga, op.cit.

correlata emissione di nuove azioni. In questa prospettiva assume, infatti, rilievo la massimizzazione dell'utilità individuale, e dunque se l'effetto negativo, rappresentato dalla perdita dei benefici di controllo, non è compensato dall'effetto positivo di un maggior valore di mercato delle azioni. Pertanto, le scelte di struttura finanziaria delle imprese sono influenzate anche dai comportamenti dei singoli soggetti economici, e dunque dalla massimizzazione della funzione di utilità personale, che si contrappone alla logica della massimizzazione del valore dell'impresa.

8. L'approccio sistemico alla struttura finanziaria

In questo senso, un contributo interessante proviene dall'Approccio Sistemico Vitale (di seguito anche "ASV") che ha inteso porre in evidenza il rilevante rapporto tra investimenti – rischio - struttura finanziaria, fornendo un'interessante declinazione della teoria della creazione del valore.

In altri termini, l'elemento determinante nella definizione della struttura finanziaria risiederebbe nel rischio che i differenti soggetti finanziatori dell'impresa intendono assumere⁴⁰.

Secondo tale prospettiva è il rischio che *"diviene categoria concettuale prioritaria nell'analisi delle scelte di finanziamento e non solo il valore d'impresa. In altre parole la creazione di valore non discende sic et simpliciter da una certa struttura delle fonti, quanto dalle particolari relazioni che l'impresa stabilisce con le entità sistemiche del contesto e che la struttura finanziaria influenza. Ecco che la scelta tra le alternative di finanziamento non può essere condotta esclusivamente sulla base dei costi di acquisizione delle stesse, ma deve essere assunta avendo presente anche e soprattutto che la definizione della struttura finanziaria è momento di ripartizione del rischio tra i partecipanti. Ne deriva che il sovra sistema finanziario finanzia quella parte di investimenti coerente con il profilo rischio rendimento da esso prescelto, perché ritenuto adeguato alle finalità perseguite. Sarà poi la proprietà a farsi carico della restante parte del finanziamento d'impresa."*⁴¹.

⁴⁰ G. M. Golinelli, M. Gatti, G. Vagnani, *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. La dinamica evolutiva del sistema impresa tra economia e finanza*, Vol. III, Cedam, Padova, 2000.

⁴¹ G. Metallo, op.cit.

Anche secondo Ferrero, l'aspetto critico è proprio il rischio, inteso come conseguenza potenzialmente dannosa per il sistema impresa che discende dall'incerto divenire del tempo, e che *"costituisce condizione di esistenza di tutte le imprese"*⁴².

Il sistema impresa, da un lato è dunque esposto alle incertezze e ai rischi che il tempo reca con sé, e all'altro alle alternative d'azione che l'organo di governo intraprende in base ai mutamenti delle variabili di contesto.

La difficoltà che gli organi di governo incontrano nella corretta interpretazione dei fenomeni ambientali è un elemento di incertezza a cui è sottoposta la condotta aziendale.

Le difficoltà nel processo decisionale si traducono in un'incerta determinazione nelle previsioni dei flussi dei ricavi attesi, che i fenomeni ambientali possono ridurre, influenzando negativamente la remunerazione degli investimenti, oppure nelle previsioni dei costi attesi, che i fenomeni ambientali possono, al contrario, aumentare⁴³. In questo modo la sopravvivenza del sistema impresa è oggettivamente messa a repentaglio.

In altre parole tale incertezza mette in pericolo la possibilità che l'impresa si evolva nel tempo in condizioni di equilibrio economico, finanziario e organizzativo.

Da qui la necessità di adottare un sistema di protezione al fine di tutelare gli interessi di tutti i soggetti coinvolti dal sistema impresa (lavoratori, finanziatori, fornitori) che tenga conto, in particolare delle tipologie di rischio e delle conseguenze che ne possono derivare.

In particolare, per quanto riguarda i rischi aleatori, per definizione essi riguardano eventi ricorrenti e che per i quali possono essere formulate previsioni attendibili sulla base della frequenza della loro manifestazione rilevata nel passato, ne consegue che tale categoria di rischio può essere agevolmente gestita mediante il suo trasferimento nel tempo e nello spazio, ad esempio mediante il trasferimento degli stessi ad operatori professionali deputati all'assunzione dei suddetti rischi, quali ad esempio imprese assicurative o intermediari finanziari autorizzati. Altre forme di copertura dei

⁴² G. Ferrero, *Impresa e management*, Giuffrè, Milano 1980

⁴³ Per un approfondimento sul rischio aziendale si rinvia a F. Di Lazzaro, *Il rischio aziendale*, Giuffrè, Milano, 1989; S. Sassi, *Il sistema dei rischi di impresa*, Giuffrè, Milano, 1940; U. Bertini, *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1968.

rischi aleatori, possono essere previste all'interno dell'impresa stessa mediante il ricorso ad accantonamenti come i cosiddetti "fondi rischi e oneri".

Ben più complessa è invece la valutazione delle conseguenze economiche derivanti da rischi di non conoscenza, ossia del tutto sconosciuti e non descrivibili secondo specifiche leggi statistiche, in quanto stante la natura stessa dei rischi risulta alquanto arduo poter determinare un sistema di protezione *ad hoc*.

La valutazione dovrà avvenire dunque con riferimento ad un determinato risultato collegato all'obiettivo del piano di sviluppo che l'impresa intende perseguire in un dato arco temporale.

L'identificazione del risultato connesso a un determinato obiettivo finale del piano di sviluppo dell'impresa permetterà di condurre ad analisi tese a evidenziare i possibili scostamenti dallo stesso e la distribuzione di probabilità ad esso associate. In questo modo si giungerà alla quantificazione del rischio massimo possibile riferibile al piano di sviluppo e a cui l'impresa andrà incontro⁴⁴.

L'ammontare di risorse finanziarie destinate alla copertura del rischio massimo sopra identificato prendono il nome di capitale allocato. E dunque il soggetto o i soggetti che dovranno farsi carico di tale onere non possono non essere che i proprietari attraverso il conferimento del capitale di rischio, in quanto l'investitore di tali risorse è disposto "*ad assumere per tempi indefiniti, il pieno rischio dell'iniziativa finanziata*" (G. Ferrero, 1980).

Da qui la necessità di determinare misure di redditività corrette per il rischio operativo e finanziario cui è sottoposta la gestione d'impresa, stante la circostanza che indicatori di redditività come il ROE o il ROI non tengono affatto conto del rischio d'impresa e del suo impatto sulla progettazione della struttura delle fonti finanziarie. In tale prospettiva rapportando il reddito netto al capitale allocato si ottiene un indicatore, RORAC (*Return on Risk Adjusted Capital*) che esplicita il rendimento effettivo a fronte del rischio sopportato dai proprietari. Il confronto tra questo indicatore ed il costo opportunità del capitale proprio fornisce un'adeguata misura per esprimere un giudizio

⁴⁴ G. M. Golinelli, Gatti M., G. Vagnani, op. cit.

sulla capacità dell'impresa di creare valore. Tale studio porta, dunque, a implicazioni importanti ai fini della determinazione della struttura finanziaria per un'impresa.

In primo luogo la struttura delle fonti riferita a un certo piano di sviluppo dovrà riflettere la modalità di allocazione del rischio di non conoscenza attraverso il conferimento di mezzi propri almeno pari al capitale allocato e la restante parte dovrà essere reperita presso finanziatori esterni.

In secondo luogo, qualora i mezzi propri conferiti dai proprietari fossero insufficienti alla necessaria copertura del rischio di non conoscenza, si verificherebbe che parte del rischio stesso venga addossato ai terzi finanziatori, i quali in considerazione del maggior rischio richiederebbero rendimenti più elevati.

In terzo luogo, ne deriva che la struttura finanziaria è soggetta a continui mutamenti in relazione all'esigenza di allocazione dei rischi connessi al piano di sviluppo, nel tentativo di incrementare la probabilità di sopravvivenza dell'impresa stessa.

Un incremento dell'indebitamento, infatti, produce un deterioramento dei rapporti con i terzi finanziatori che a causa dell'accresciuta rischiosità da essi percepita richiedono di essere compensati da un rendimento più elevato e commisurato al rischio assunto.

La dinamica dei rapporti tra sistema finanziario e sistema proprietario diventa dunque l'elemento essenziale su cui ancorare le decisioni in termini di struttura finanziaria e tali da garantire la sopravvivenza dell'impresa nel lungo periodo.

9. I principali limiti all'indebitamento

Per tutto quanto sopra detto, non sembra esistere un livello indebitamento ottimale valido per la generalità delle imprese. La ricerca da parte dell'impresa dell'ottimale misura di capitale di credito richiede una prospettiva dinamica in relazione alle particolari condizioni di settore, e alle caratteristiche gestionali interne e alle modalità di allocazione dei rischi.

I fattori che dovrebbero indirizzare la migliore combinazione di capitale di credito e capitale di debito, che rappresenta come detto una questione decisiva in termini di valore economico dell'impresa, sono riassumibili come segue⁴⁵:

- l'imposizione fiscale: che permette la deducibilità degli oneri finanziari considerando sia l'impatto delle imposte societarie, sia l'impatto dell'imposizione personale degli investitori, consente un vantaggio economico all'utilizzo dei debiti di finanziamento. Tale vantaggio è tuttavia subordinato alla capacità dell'impresa di generare flussi di reddito elevati e stabili; diversamente il ricorso alla leva finanziaria potrebbe non dispiegare i suoi effetti positivi. La leva sull'indebitamento, se da un lato consente di conseguire vantaggi fiscali, dall'altro riduce l'incidenza del capitale proprio sul totale delle fonti di finanziamento, potendo compromettere gli equilibri finanziari di lungo termine ed in particolare la solidità patrimoniale;
- gli equilibri finanziari: nell'individuazione del livello di indebitamento ottimale occorre considerare non solo l'equilibrio finanziario verticale (cioè tra le singole forme di finanziamento), ma anche l'equilibrio finanziario orizzontale, cioè tra struttura dell'attivo e struttura del passivo. In particolare gli impieghi duraturi devono essere finanziati da risorse finanziarie legate stabilmente alla vita aziendale, come i mezzi propri. Una scarsa solidità patrimoniale è fonte di gravi implicazioni sulla dinamica finanziaria, e dunque nelle decisioni di finanziamento occorre porre attenzione al confronto tra l'entità delle immobilizzazioni nette e capitale proprio;
- leva finanziaria: effetto leva, che consente di sfruttare l'effetto moltiplicatore che il grado di *leverage* produce sulla redditività del capitale proprio (ROE) a condizione che la redditività operativa ROI sia superiore al costo dell'indebitamento. Tale vantaggio è tuttavia subordinato alla capacità dell'impresa di generare in futuro flussi di reddito operativi elevati, oppure in una prospettiva di medio lungo termine, a una riduzione del costo dei finanziamenti;

⁴⁵ L. Brusa, L. Zamproga, op.cit.

- il rischio di fallimento: all'aumentare dell'utilizzo della leva finanziaria aumenta anche il rischio che l'azienda non sia in grado di poter adempiere ai propri impegni. Occorre considerare tali rischi in contrapposizione ai benefici fiscali dell'indebitamento, rischi tanto più rilevanti quanto più le attività delle imprese sono intangibili;
- l'esistenza di potenziali conflitti d'interesse tra i vari *stakeholder*. La ricerca della migliore struttura finanziaria comporta ulteriori fattori di aumento del costo del capitale per le imprese (cosiddetti *agency costs*), tanto maggiori quanto minore è l'unitarietà degli scopi che le varie categorie di portatori di interesse intendono perseguire, e il cui effetto è quello di un allontanamento dall'obiettivo cardine di massimizzazione del valore dell'impresa. Vi sono, inoltre, i costi di asimmetria informativa che il mercato collega alla raccolta con certe modalità e con certe caratteristiche, ad esempio l'annuncio del ricorso a nuove emissioni azionarie determina una riduzione del valore degli stessi titoli;
- costo medio ponderato del capitale (anche noto come WACC), l'obiettivo della massimizzazione del valore dell'impresa impone una contrazione del costo medio ponderato del capitale impiegato. Poiché la crescita del costo medio ponderato del capitale è influenzata non solo dall'aumento del tasso di interesse ma anche dall'incremento di r_e , ossia del costo del capitale proprio, o da una maggiore entità del capitale più oneroso, è necessario che le decisioni relative alla raccolta dei mezzi finanziari tengano conto di questi aspetti.

Si osserva tuttavia che, se è corretto che all'aumentare del rischio dell'investimento, il finanziatore richieda un adeguato aumento del rendimento, che si traduce in aumento del costo della fonte di capitale, deve introdursi a questo punto della trattazione, un vincolo legislativo che recentemente ha assunto un ruolo molto rilevante, in quanto ha causato un grado di litigiosità tra soggetti finanziatori e imprese del tutto imprevisto, che a sua volta ha comportato ingenti costi legali e amministrativi per la gestione del contenzioso, oltre ad esasperare il rapporto banca – impresa.

Il vincolo consiste nella tutela che la legge pone nell'interesse di tutti i soggetti che fanno ricorso all'indebitamento, e dunque non solo delle imprese. Il legislatore, infatti, con la legge n. 108 del 1996 (c.d. normativa antiusura) ha introdotto un meccanismo di controllo prevedendo un limite, denominato *tasso soglia*, superato il quale il costo di una fonte di finanziamento diverrebbe usuraria, e dunque sanzionando sia sul piano civilistico, sia sul piano penale, un comportamento ritenuto dal nostro ordinamento illecito.

Nel prosieguo, saranno analizzate le diverse componenti di costo associate alle varie forme di raccolta del capitale presso gli intermediari finanziari e saranno descritte le modalità attraverso le quali la legge opera il suddetto controllo. Si rappresenta preliminarmente, che il meccanismo di controllo introdotto non è stato certo scevro da critiche, in considerazione dei numerosi problemi interpretativi generati dal dettato normativo e da orientamenti giurisprudenziali e dottrinali non spesso univoci proprio a causa della non chiara definizione in termini operativi di questa problematica.

Cap. II: Le forme tecniche di raccolta del capitale

1. Premessa

Lo scopo del presente capitolo consiste nell'analisi delle modalità tecniche di raccolta del capitale di credito per un'azienda. A ogni diversa fonte di finanziamento corrispondono, infatti, diverse modalità di rimborso e diverse forme di costo e dalla combinazione del diverso atteggiarsi di queste variabili dipende il costo effettivo dell'operazione di prestito per l'impresa, che possono portare a diverse valutazioni circa la convenienza economica per l'impresa stessa.

Come già accennato, le fonti di finanziamento delle imprese possono essere distinte in tre grandi macrocategorie:

- fonti finanziarie assunte con il vincolo del capitale;
- fonti finanziarie assunte con il vincolo dell'indebitamento;
- fonti finanziarie generate dall'attività d'impresa (autofinanziamento).

Le prime costituiscono il capitale sociale delle società e sono rappresentate da quote o azioni, che conferiscono ai loro titolari tutti i diritti connessi alla posizione di socio o azionista.

Le seconde costituiscono le fonti di finanziamento esterne di un'impresa quali obbligazioni nelle varie forme, mutui, finanziamenti in leasing, aperture di credito.

Le terze sono rappresentate da accantonamenti di utili lordi, quali ammortamenti e altri tipi di accantonamenti, o anche la ritenzione in impresa degli utili netti trattenuti e accantonati a riserve, ai quali non corrispondono dei creditori⁴⁶.

E' di tutta evidenza che all'origine delle scelte attuate dalle imprese circa le fonti di finanziamento vi è sempre un fabbisogno finanziario⁴⁷ da coprire, ossia un saldo negativo tra entrate e uscite. Gli squilibri derivanti dal suddetto saldo impongono il reperimento di risorse finanziarie nei tempi e nei modi opportuni. In primo luogo occorre conoscere il tempo in cui si protrarrà il suddetto fabbisogno in modo da far

⁴⁶ P. Capaldo, *L'autofinanziamento nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1968.

⁴⁷ F. Superti Furga, *Il fabbisogno finanziario nelle imprese industriali*, Giuffrè, Milano, 1982.

coincidere le scadenze delle forme di finanziamento con quelle degli impieghi che hanno originato il suddetto fabbisogno⁴⁸.

Per ragioni di sintesi imposte dallo scopo del presente lavoro in questo capitolo saranno analizzate le principali forme di finanziamento esterne a lungo e a breve termine cui le imprese tradizionalmente fanno ricorso presso gli intermediari finanziari.

In particolare saranno illustrate le principali tipologie di credito bancario nelle diverse forme tecniche, quali le operazioni di mutuo, le aperture di credito in conto corrente, gli anticipi, sconti commerciali e altri finanziamenti erogati alle imprese, operazioni di leasing e di factoring e le principali componenti di costo ad esse collegate.

2. Gli strumenti di finanziamento erogati dagli intermediari finanziari

Le imprese sono solite reperire gran parte delle risorse finanziarie di cui necessitano per lo svolgimento della loro attività dagli intermediari creditizi e in particolare dalle banche a titolo di capitale di prestito. A tal fine l'impresa è sottoposta a un'istruttoria di fido consistente in un'analisi posta in essere dalle banche prima della concessione del prestito e finalizzata a valutare la capacità della stessa di rimborsare il finanziamento, oltre a valutare i rischi associati all'operazione⁴⁹.

L'istruttoria di fido si articola in diverse fasi tra le quali, assumono rilevanza particolare, l'analisi delle qualità personali del richiedente, la verifica degli aspetti formali della documentazione raccolta, le indagini di tipo qualitativo sulle politiche aziendali, sulle capacità del management, sul settore di attività cui l'impresa appartiene, analisi di tipo quantitativo (storiche e prospettiche) sui bilanci e sugli altri dati forniti dalle imprese, il monitoraggio delle posizioni in essere presso il sistema creditizio, la valutazione delle garanzie offerte/richieste a fronte della domanda di fido. Se il giudizio di sintesi che

⁴⁸ M. Dallochio, A. Salvi, *Finanza d'azienda*, Egea, sec. edizione, 2004

⁴⁹ M. Oriani, *Struttura dei mercati finanziari e strumenti di finanziamento alle imprese*, in *Manuale di finanza aziendale*, a cura di Mario Cattaneo, edito dal Mulino, 1999.

scaturisce è positivo la banca concede il finanziamento nella forma tecnica che ritiene più opportuna⁵⁰.

Le forme di raccolta del capitale possono essere classificate secondo diverse variabili, ad esempio in base:

- 1) alle modalità di utilizzo, le operazioni di finanziamento possono essere distinte per *cassa* o di *firma*;
- 2) alla presenza di garanzie, possono essere classificate *in bianco* o *garantiti*;
- 3) alle modalità di rimborso, le operazioni di finanziamento si classificano in *auto liquidabili* o *rimborsate dall'affidato*;
- 4) alle modalità di rientro, si classificano *a revoca* o *scadenzate*;
- 5) alla scadenza, si classificano *a breve termine* o *a medio lungo termine*;
- 6) alla valuta di denominazione, si classificano *in Euro* o *in valuta*.

In primo luogo, si distinguono operazioni di finanziamento per cassa da quelle di firma: le prime comportano per la banca un esborso monetario certo e immediato, come nel caso del mutuo, con cui essa trasferisce risorse finanziarie al finanziato. Nei crediti di firma, invece, la banca non è soggetta immediatamente ad un esborso finanziario che assume caratteri di mera eventualità. E' il caso ad esempio di richiesta alla banca di una garanzia fideiussoria, a fronte di un'obbligazione di pagamento che non comporta per l'intermediario alcuna uscita di cassa se il cliente a favore del quale è stata rilasciata adempie alle sue obbligazioni.

In secondo luogo vi sono alcune operazioni di finanziamento definite in bianco la cui concessione non è subordinata alla richiesta di garanzie reali o personali. Altre operazioni di finanziamento viceversa vengono erogate solo a fronte di specifiche garanzie prestate dall'affidato e su cui la banca può rivalersi in caso di insolvenza.

Le operazioni di finanziamento possono, inoltre essere rimborsate direttamente dal soggetto che le ha ricevute, oppure possono essere autoliquidabili. Con questo termine si allude a specifiche forme tecniche in cui il rimborso non viene effettuato dal soggetto affidato, ma da un terzo, come di norma avviene nel caso di smobilizzo di crediti commerciali.

⁵⁰ M. Oriani, op. cit.

In base alle modalità di rientro le operazioni di finanziamento possono distinguersi a scadenza, in cui il rimborso deve avvenire in certe date stabilite e finanziamenti a scadenza indeterminata, altrimenti definiti a revoca, in cui non esiste una data contrattuale di scadenza anche se la banca o l'affidato possono previo opportuno preavviso uscire dal contratto⁵¹.

Peraltro, le operazioni di finanziamento possono essere in Euro o in valuta, a breve termine o a medio lungo termine. Le prime sono quelle la cui scadenza non supera i diciotto mesi, e per convenzione sono annoverati in questa categoria anche i finanziamenti a scadenza indeterminata. Le suddette operazioni di finanziamento, debbono essere intese dalle imprese come finalizzate a fronteggiare le esigenze connesse alla gestione corrente e dunque al finanziamento del capitale circolante. Mentre le operazioni di finanziamento a medio lungo termine hanno una scadenza superiore ai diciotto mesi e dovrebbero essere utilizzate dalle imprese per coprire il fabbisogno finanziario generato dagli investimenti in capitale fisso.

3. I finanziamenti per cassa a breve termine

I suddetti finanziamenti possono essere divisi in due grandi categorie: quelli in conto corrente e quelli relativi allo smobilizzo di crediti commerciali a breve termine.

3.1 Le aperture di credito e le relative componenti di costo

L'apertura di credito in conto corrente è un'operazione attraverso la quale la banca mette a disposizione del cliente, a scadenza indeterminata o per un dato periodo di tempo, una certa somma di denaro che può essere utilizzata con prelievi commisurati all'andamento del suo fabbisogno e che può essere ripristinata con successivi versamenti.

In altre parole consiste nella disponibilità di una linea di credito che l'impresa può utilizzare secondo le proprie esigenze e ripristinare con versamenti successivi.

⁵¹ M. Oriani, op. cit.

Si tratta di una forma di finanziamento a breve termine largamente diffusa tra le imprese poiché destinata a coprire gli squilibri di cassa. Trattasi, dunque di una riserva di cassa di cui l'impresa può disporre per un importo massimo pari alla differenza tra il fido ottenuto e lo scoperto utilizzato⁵².

Le condizioni che regolano il rapporto, comprensive dell'importo del prestito, dell'eventuale scadenza, del tasso di interesse e degli oneri accessori, possono essere oggetto di un accordo formale tra le parti (lettera-contratto firmata dall'affidato) o informale⁵³. L'esistenza di un rapporto contrattuale sottostante consente di distinguere l'apertura di credito da operazioni a essa assimilate ma che si fondano su accordi verbali, quali l'elasticità di cassa o lo sconfinamento. Il primo discende da operazioni di prelievo di breve durata e di importo limitato che eccedono le disponibilità monetarie presenti sul conto corrente; il secondo invece si realizza quando l'affidato utilizza per breve periodo somme in eccedenza rispetto al fido concesso con una preesistente apertura di credito in conto corrente⁵⁴.

Pertanto, in linea generale, l'impresa è autorizzata a effettuare una serie di operazioni di prelievo fondi a condizione che la posizione debitoria non superi il limite di massimo scoperto concesso, e attraverso successivi versamenti provvede a ricostituire la disponibilità originaria del credito ottenuto.

L'affidamento accordato dalle banche non è di norma sottoposto a scadenza, in questo caso la validità della linea di credito è mantenuta fino a revoca. La banca, dunque, può in qualsiasi momento revocare le facilitazioni concesse, qualora sussistano elementi tali da far ritenere un concreto pericolo di danno. Un segnale, infatti, che può far presumere il verificarsi del suddetto rischio è l'irregolare andamento del rapporto, sintomo di un oggettivo deterioramento delle condizioni finanziarie, economiche e patrimoniali. Si osserva, inoltre, che la banca per cautelarsi dal rischio di un immobilizzo della posizione debitoria può imporre al cliente l'obbligo del mantenimento di un certo grado di movimentazione del conto corrente. Un segnale importante della capacità dell'impresa di rimborsare il credito utilizzato è, infatti, dato

⁵² M. Dallochio, A. Salvi, *op.cit.*

⁵³ In quest'ultimo caso la banca concede all'impresa uno "*scoperto transitorio preventivamente autorizzato*".

⁵⁴ M. Oriani, *op. cit.*

dalle oscillazioni frequenti del conto corrente e dalla realizzazione di momentanei saldi creditori. Il susseguirsi di versamenti e prelievi testimoniano infatti l'esistenza di fisiologiche condizioni di liquidità dell'impresa stessa⁵⁵.

La concessione del fido può avvenire in bianco, anche se generalmente è assistita da garanzie quali fidejussioni, pegni o avalli. Esse si configurano come strumenti di difesa per la banca per cautelarsi dall'eventuale insolvenza dell'affidato, la rivalsa, infatti, da parte della banca sui soggetti che hanno rilasciato le suddette garanzie consente di attenuare gli effetti negativi collegati all'inadempienza dell'affidato.

Di seguito sono riepilogate le principali caratteristiche della suddetta operazione⁵⁶:

- i finanziamenti sono concessi a revoca; cioè sono revocabili dalla banca concedente il fido a semplice richiesta, senza particolari formalità;
- la mancanza di garanzie specifiche se non quelle relative all'affidabilità complessiva dell'azienda finanziata, in molti casi supportata dalle fidejussioni personali rilasciate dagli amministratori o dai soci; tale circostanza spiegherebbe inoltre il motivo per cui la banca ha la facoltà ogni momento di annullare il fido concesso qualora ritenesse mutate le condizioni di affidabilità.
- tassi di interesse debitori nominali mutevoli nel tempo e non fissi, spesso individuati in relazione ad un parametro di riferimento (Euribor ad esempio) maggiorato di uno *spread* in funzione del rischio di credito dell'impresa finanziata e delle condizioni prevalenti sui mercati finanziari. In altre parole il tasso di interesse nominale tende comunque a posizionarsi su livelli più elevati rispetto ai tassi richiesti dalle banche su altre operazioni di finanziamento a breve, ciò a motivo dei rischi sopportati dalle banche nella concessione di aperture di credito, legati all'impossibilità di prevedere con certezza l'ammontare e la durata degli scoperti e quindi di stimare i proventi attesi dall'operazione;
- tassi di interesse debitori di sconfinamento, ossia tassi di interesse che la banca applica oltre il limite di sconfinamento concesso. Si tratta di una forma di tutela della banca dal rischio che il cliente superi con frequenza l'ammontare massimo

⁵⁵ E. Monti, C. Messina, *La Finanza per l'impresa*, Libreria Utet, 1992

⁵⁶ M. Oriani, op. cit.

di risorse messe a disposizione. In tali casi, il tasso di interesse debitore sullo sconfinamento viene calcolato sommando una penale al tasso di interesse nominale;

- commissione di massimo scoperto, ossia una commissione aggiuntiva rispetto agli interessi a debito calcolata in proporzione all'utilizzo da parte del correntista del credito erogato.

Trattasi di un'aliquota determinata sul massimo saldo debitore del trimestre solare, e che oscilla generalmente tra lo 0,125% e lo 0,250%. E' possibile che le banche prevedano un'aliquota maggiore in caso di saldi debitori che nel corso del trimestre abbiano superato l'ammontare di fido concesso.

Si rappresenta, come si dirà nel prosieguo, che la commissione di massimo scoperto a partire dall'entrata in vigore della legge n. 2 del 2009, è stata abolita e sostituita dalla "CAF", ossia, dalla commissione per la messa a disposizione da parte della banca di fondi, che viene calcolata in modo proporzionale alla durata e all'importo dell'affidamento. Tale commissione è addebitata con la stessa cadenza della liquidazione degli interessi (tipicamente trimestrale), indipendentemente dall'effettivo utilizzo delle somme messe a disposizione.

- spese di chiusura trimestrale, ulteriore voce di costo che si riferisce alle spese fisse di tenuta conto (diritti fissi di chiusura) e alle spese per operazione e ad una componente di spese forfettarie. Tali spese sono addebitate con la stessa cadenza della liquidazione degli interessi (trimestrale);
- giorni banca e giorni valuta, il c.d gioco delle valute è un ulteriore elemento di costo caratterizzato da una discrasia temporale tra la data in cui viene effettuata l'operazione (versamento ad esempio) e la data valuta (ossia la data dell'effettivo accreditamento delle somme sul conto corrente).

Si osservano, peraltro, ulteriori elementi di costo addebitati dalle banche sul conto corrente, quali addebiti inerenti alle spese di istruttoria fido, commissioni per messa a disposizione fondi in assenza di liquidità, ed ulteriori oneri inerenti alle spese e commissioni collegate ai servizi offerti.

In merito agli interessi passivi, si osserva inoltre, che gli stessi sono calcolati e capitalizzati al termine di ogni trimestre solare e all'atto dell'estinzione (come si vedrà nel prosieguo, il suddetto regime di capitalizzazione genera il c.d. effetto anatocistico), e vengono corrisposti dall'impresa unicamente sulle somme effettivamente erogate.

Il tasso di interesse debitore varierà non solo in base al rischio di credito dell'impresa finanziata e alle condizioni prevalenti sui mercati finanziari, come già detto, ma potrà essere influenzato dalla stessa forza contrattuale dell'impresa affidata. In particolare imprese di elevato *standing* sono solite farsi concedere apertura di credito in conto corrente da una pluralità di banche che vengono poste in concorrenza per quanto riguarda le condizioni economiche applicate da ciascuna. E' evidente, infatti, che se la somma concessa in conto corrente non dovesse essere utilizzata in modo apprezzabile dall'impresa, la banca non percepirebbe interessi in misura tale da compensare l'onere associato al mantenimento della linea di credito, generando in questo caso una sorta di immobilizzo finanziario. La banca, dunque, potrebbe essere disposta ad abbassare il tasso di interesse per agevolare gli utilizzi da parte del finanziato⁵⁷.

3.1.1 L'effetto anatocistico quale ulteriore componente di costo

Come noto, il calcolo dell'interesse dovuto sul capitale preso a prestito può essere effettuato attraverso due modalità:

- 1) regime di capitalizzazione semplice o lineare;
- 2) regime di capitalizzazione composta o anatocismo.

Nel primo caso l'ammontare di interessi è pari ad una percentuale del capitale principale per l'unità di tempo; nel secondo caso, gli interessi sono calcolati su un capitale principale comprensivo degli interessi maturati nei periodi precedenti, di modo che la frequenza di capitalizzazione influenza l'interesse totale pagato nel corso della vita di un prestito⁵⁸. Si parla in tal caso della cosiddetta capitalizzazione trimestrale degli interessi debitori o capitalizzazione composta.

⁵⁷ M. Oriani, op. cit.

⁵⁸ C. De Giovanni, *Interessi e Usura*, in Contratto di Mutuo, Giuffrè, Milano, 2012

Un ulteriore componente di costo è, dunque, rappresentata dal c.d. “effetto anatocistico”, ossia dalla produzione di interessi su interessi, che comporta la determinazione di un tasso di interesse effettivo superiore al tasso di interesse nominale pattuito in contratto. La causa è, dunque, ascrivibile proprio all’addebito infrannuale (trimestrale) degli interessi passivi sul conto corrente.

Prima dell’entrata in vigore della Delibera CICR del 09/02/2000, di cui si dirà nel prosieguo, le banche adottavano generalmente un regime di capitalizzazione asimmetrico degli interessi debitori rispetto agli interessi creditori. In altri termini, gli interessi debitori, unitamente alle spese di chiusura trimestrale e alla commissione di massimo scoperto, venivano addebitati e dunque capitalizzati sul conto corrente con cadenza trimestrale, mentre gli interessi creditori solo alla chiusura dell’anno solare.

La Delibera CICR del 09/02/2000 ha sancito il principio di pari periodicità della capitalizzazione trimestrale, sia degli interessi debitori, sia di quelli creditori. Essa si fonda sulla disposizione dell’art. 120, comma 2, T.U.B., norma introdotta dall’art. 25, comma 2, d. lgs. 342/1999, con cui è stato affidato al Comitato Interministeriale il compito di stabilire, entro il 31 gennaio 2000, modalità e criteri per la produzione di interessi sugli interessi maturati nelle operazioni poste in essere nell’esercizio dell’attività bancaria. Nell’ambito di tale delega, è stato sancito il principio per cui debba essere assicurata nei confronti della clientela la stessa periodicità nel conteggio degli interessi sia debitori, sia creditori. In ossequio a tale Delibera, per i contratti perfezionatisi successivamente alla sua entrata in vigore, occorre che le condizioni di pari periodicità di capitalizzazione siano specificatamente approvate dal cliente per poter ritenere legittima la capitalizzazione trimestrale degli interessi, come sancisce l’art. 6 della suddetta delibera che prevede che le *“clausole relative alla capitalizzazione degli interessi non hanno effetto se non sono specificamente approvate per iscritto”* e deve essere inoltre indicato *“il valore del tasso rapportato su base annua, tenendo conto degli effetti della capitalizzazione”*.

Per i contratti perfezionatisi antecedentemente all’entrata in vigore della Delibera CICR, la norma transitoria dell’art. 7 prevede che le condizioni applicate devono essere adeguate alle disposizioni della Delibera e che l’adeguamento debba essere

esplicitamente approvato dalla clientela, nel caso in cui le nuove condizioni contrattuali comportino un peggioramento delle condizioni precedentemente applicate. Si rammenta, a tal riguardo, che la giurisprudenza di merito ha più volte sancito, per i rapporti di conto corrente sorti prima della delibera CICR, la nullità della clausola anatocistica per contrasto con il divieto di anatocismo stabilito dall'art. 1283 c.c.⁵⁹ (Cassazione a Sezioni Unite n. 21095/04; Cassazione S.U. civili 24418/10), in considerazione anche dell'intervenuta declaratoria d'incostituzionalità del 3° comma5 dell'art. 25 D. Lgs. 342/99, (sentenza della Corte Costituzionale del 17 ottobre 2000) con il quale è venuto meno il presupposto legittimante l'art. 7 della Delibera CICR 09.02.2000, finalizzato a disciplinare i rapporti in essere al momento dell'entrata in vigore della Delibera stessa.

3.1.2 La commissione di massimo scoperto

Gli intermediari finanziari, oltre ad applicare il tasso d'interesse debitore sull'importo affidato ed effettivamente utilizzato dal correntista, addebitano, come già detto, trimestralmente una commissione di massimo scoperto sul massimo saldo debitore registratosi nel corso del trimestre.

Tale ulteriore costo, è stato tradizionalmente giustificato dal rischio per la banca di variazioni in aumento del costo della provvista, dal momento che un rapporto di apertura di credito in conto corrente comporta la ricerca immediata di fonti di copertura finanziaria da reperire sul mercato⁶⁰.

La commissione di massimo scoperto è stata introdotta nel 1947 proprio al fine di compensare l'intermediario bancario per l'onere di dovere essere pronto a fronteggiare l'utilizzo di un fido accordato. Infatti, per la parte utilizzata, il corrispettivo per la banca era rappresentato dal tasso d'interesse, per la parte non utilizzata la

⁵⁹ Secondo l'art. 1283 del c.c.: *"In mancanza di usi contrari, gli interessi scaduti possono produrre interessi solo dal giorno della domanda giudiziale o per effetto di convenzione posteriore alla loro scadenza, e sempre che si tratti di interessi dovuti almeno per sei mesi."*

⁶⁰ R. Di Napoli, *Anatocismo e vizi nei contratti bancari*, Maggioli Editore, dicembre 2007.

pronta disponibilità era remunerata dalla summenzionata commissione⁶¹. Peraltro, mentre in passato la pronta liquidità aveva costi apprezzabili connessi alla necessità di moneta fisica e agli obblighi di riserva, oggi il momento del reperimento delle somme richieste all'intermediario bancario corrisponde generalmente a quello dell'impiego, in altre parole l'impiego si svolge in rapida successione cronologica rispetto al reperimento, tale per cui la giustificazione della CMS non ha più ragione di esistere.

Per le banche, invece, la commissione di massimo scoperto è da intendersi non come un onere dovuto dal correntista alla banca per la remunerazione dell'affidamento di una riserva di denaro, ma piuttosto, di prestazione di un corrispettivo sulla somma concretamente erogata⁶².

In altre parole la giustificazione del suddetto onere appare al quanto dubbia e nella prassi bancaria la stessa viene giustificata come la remunerazione spettante alla banca per il capitale effettivamente messo a disposizione del cliente.

Peraltro, si segnala che esistono diversi criteri di calcolo della stessa. La banca, infatti, può utilizzare un criterio assoluto, calcolando la commissione di massimo scoperto sul massimo saldo dare verificatosi nel trimestre, un criterio relativo che fonda il calcolo sul massimo saldo debitore verificatosi nel trimestre purché faccia parte di una sequenza debitoria ininterrotta di durata superiore a dieci giorni, un criterio misto dove la commissione di massimo scoperto è calcolata sul massimo saldo debitore che si è verificato nel trimestre purché nello stesso periodo ci sia stata un'altra sequenza debitoria ininterrotta di durata superiore a dieci giorni.

Nel 2009, a seguito dell'entrata in vigore della legge n. 2 del 28 gennaio 2009, il legislatore all'art. 2 bis recante "Ulteriori disposizioni concernenti i contratti bancari" ha previsto la nullità della commissione di massimo scoperto qualora il saldo del conto corrente resti a debito per un periodo inferiore a trenta giorni consecutivi oppure in caso di utilizzo in assenza di fido concesso⁶³.

⁶¹ In questo senso Roberto Marcelli, in *Dopo l'anatocismo trimestrale anche le commissioni di massimo scoperto divengono lecite. Le CMS smantellate dalla magistrature vengono ripristinate dalla legge n. 2/2009*, in www.ilcaso.it, 27 maggio 2009.

⁶² B. Inzitari, P. Dagna, *Il diritto degli affari - Commissioni e spese nei contratti bancari*, Cedam, 2010.

⁶³ Si legge, infatti, che: *Sono nulle le clausole contrattuali aventi ad oggetto la commissione di massimo scoperto se il saldo del cliente risulti a debito per un periodo continuativo inferiore a trenta giorni ovvero a fronte di utilizzi in assenza di fido. Sono altresì nulle le clausole, comunque denominate, che prevedono*

La suddetta norma è stata poi integrata con la legge n. 102/2009, ove al comma 2 dell'art. 2, si legge che *“Allo scopo di accelerare e rendere effettivi i benefici derivanti dal divieto della commissione di massimo scoperto, all'articolo 2-bis, del decreto-legge 29 novembre 2008, n. 185, articolo 1, convertito dalla legge 28 gennaio 2009, n. 2, alla fine del comma 1 è aggiunto il seguente periodo: «L'ammontare del corrispettivo onnicomprensivo di cui al periodo precedente non può comunque superare lo 0,5 per cento, per trimestre, dell'importo dell'affidamento, a pena di nullità del patto di remunerazione. Il Ministro dell'economia e delle finanze assicura, con propri provvedimenti, la vigilanza sull'osservanza delle prescrizioni del presente articolo.»”*.

Si osserva, dunque, che la legge prende in considerazione come casi di nullità delle clausole che prevedono la commissione di massimo scoperto tutte quelle ipotesi di applicazione ingiustificata e arbitraria da parte degli intermediari finanziari, quali⁶⁴:

- 1) le CMS applicate al cliente il cui saldo debitore risulti tale per un periodo continuativo inferiore a trenta giorni;

una remunerazione accordata alla banca per la messa a disposizione di fondi a favore del cliente titolare di conto corrente indipendentemente dall'effettivo prelevamento della somma, ovvero che prevedono una remunerazione accordata alla banca indipendentemente dall'effettiva durata dell'utilizzazione dei fondi da parte del cliente, salvo che il corrispettivo per il servizio di messa a disposizione delle somme sia predeterminato, unitamente al tasso debitore per le somme effettivamente utilizzate, con patto scritto non rinnovabile tacitamente, in misura onnicomprensiva e proporzionale all'importo e alla durata dell'affidamento richiesto dal cliente e sia specificatamente evidenziato e rendicontato al cliente con cadenza massima annuale con l'indicazione dell'effettivo utilizzo avvenuto nello stesso periodo, fatta salva comunque la facoltà di recesso del cliente in ogni momento.

2. Gli interessi, le commissioni e le provvigioni derivanti dalle clausole, comunque denominate, che prevedono una remunerazione, a favore della banca, dipendente dall'effettiva durata dell'utilizzazione dei fondi da parte del cliente, dalla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto, sono comunque rilevanti ai fini dell'applicazione dell'articolo 1815 del codice civile, dell'articolo 644 del codice penale e degli articoli 2 e 3 della legge 7 marzo 1996, n. 108. Il Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia, emana disposizioni transitorie in relazione all'applicazione dell'articolo 2 della legge 7 marzo 1996, n. 108, per stabilire che il limite previsto dal terzo comma dell'articolo 644 del codice penale, oltre il quale gli interessi sono usurari, resta regolato dalla disciplina vigente alla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto fino a che la rilevazione del tasso effettivo globale medio non verrà effettuata tenendo conto delle nuove disposizioni.

3. I contratti in corso alla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto sono adeguati alle disposizioni del presente articolo entro centocinquanta giorni dalla medesima data. Tale obbligo di adeguamento costituisce giustificato motivo agli effetti dell'articolo 118, comma 1, del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, e successive modificazioni.”

⁶⁴B. Inzitari, P. Dagna, op. cit.

- 2) le CMS applicate ai clienti il cui saldo risulti a debito in quanto ha sconfinato dalla provvista disponibile in conto corrente, in ipotesi di utilizzi in assenza di un affidamento pattuito con la banca;
- 3) le CMS o clausole che prevedono una remunerazione alla banca per il solo fatto di aver messo a disposizione somme liquide indipendentemente dal loro effettivo utilizzo da parte del cliente;
- 4) gli interessi, le commissioni e le provvigioni derivanti da clausole che prevedono una ricompensa per la banca collegata all'effettiva durata di utilizzazione dei fondi da parte del cliente.

Da ciò discendono due deroghe implicite, ovvero che ammettono la legittimità della CMS nelle ipotesi descritte di seguito⁶⁵:

- a. la CMS commisurata al saldo che risulti a debito per periodi pari o superiori ad un mese;
- b. la CMS commisurata al saldo risultante a debito in presenza di fido accordato dalla banca al cliente.

L'esame della normativa sopra riportata permette di individuare, inoltre, due ulteriori casi di nullità per quelle CMS o clausole comunque denominate che prevedano un compenso per la banca che mette a disposizione fondi al correntista a prescindere dall'effettivo utilizzo delle somme ovvero a prescindere dall'effettiva durata dell'utilizzazione di tali somme da parte del cliente, salvo deroga specifica che consentirebbe all'istituto di credito di poter pretendere tale commissione se pattuita.

La deroga infatti prevede che la nullità non possa essere fatta valere nelle seguenti ipotesi:

- a. il corrispettivo per il servizio della messa disposizione delle somme sia predeterminato unitamente al tasso debitore per le somme effettivamente utilizzate, con patto scritto non rinnovabile tacitamente in misura omnicomprensiva e proporzionale all'importo e alla durata dell'affidamento richiesto dal cliente;

⁶⁵ B. Inzitari, P. Dagna, op. cit.

- b. ed, altresì, sia specificatamente evidenziato e rendicontato al cliente con cadenza massima annuale con l'indicazione dell'effettivo utilizzo avvenuto nello stesso periodo.

Il correntista, dunque, qualora non ritenga congrue le condizioni economiche applicate al rapporto ha come unica forma di protezione la facoltà di recesso.

La giurisprudenza ormai è unanime nell'affermare come la commissione di massimo scoperto non possa essere addebitata dagli intermediari creditizi in difetto di espressa pattuizione.

Si rimanda al seguito della trattazione l'impatto del suddetto onere sul costo effettivo dell'operazione, tenuto conto del fatto che anche la commissione di massimo scoperto viene generalmente capitalizzata trimestralmente, in maniera illegittima secondo quanto affermato da molte pronunce delle corti di merito.

3.1.3 Il c.d. "gioco delle valute"

Un ulteriore componente di costo è rappresentato dal c.d. "gioco delle valute". La valuta di un'operazione rappresenta il giorno a partire dal quale la somma corrispondente produce interessi. Bisogna distinguere dunque la data operazione che è la data effettiva in cui la banca acquista o perde la disponibilità giuridica delle somme e la data valuta con la quale di fatto l'istituto di credito sottraendo o aggiungendo un certo numero di giorni alla data operazione percepisce maggiori interessi. Con la suddetta prassi è evidente come la banca nei conti debitori, ad esempio, calcoli maggiori competenze senza aver effettivamente erogato il credito (c.d. scopertura finanziaria) e nei conti creditori, si riservi una sorta di compenso sui risparmi del correntista che pur avendoli ricevuti ed utilizzati non li remunera⁶⁶.

Il c.d. gioco delle valute, consiste in pratica nell'intervallo di tempo che intercorre tra l'addebito di un assegno, bonifico o altro prelievo e l'accredito al beneficiario, oppure fra il versamento di una somma e la data a partire dalla quale essa è disponibile sull'estratto conto e da cui cominciano a calcolarsi gli interessi passivi.

⁶⁶ R. Cafaro, A. Tanza, *La tutela dei consumatori nel credito, nei servizi finanziari e bancari*, Collana Nuove Voci del Diritto, diretta da Giuseppe Cassano, Casa Editrice La Tribuna – Piacenza, agosto 2003

Sulla sopra descritta prassi è intervenuta recentemente la legge n. 102 del 2009, che all'art. 2 prescrive sotto la rubrica "Contenimento dei costi delle commissioni bancarie"

"A decorrere dal 1 novembre 2009, la data di valuta per il beneficiario per tutti i bonifici, gli assegni circolari e quelli bancari non può mai superare, rispettivamente, uno, uno e tre giorni lavorativi successivi alla data del versamento.

Per i medesimi titoli, a decorrere dal 1 novembre 2009, la data di disponibilità economica per il beneficiario non può mai superare, rispettivamente, quattro, quattro e cinque giorni lavorativi successivi alla data del versamento.

A decorrere dal 1 aprile 2010, la data di disponibilità economica non può mai superare i quattro giorni per tutti i titoli.

E' nulla ogni pattuizione contraria.

Resta fermo quanto previsto dall'articolo 120, comma 1, del decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385."

In base a quest'ultimo comma, l'art. 120 del decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385 prevede, dunque, che: *"Il titolare del conto corrente ha la disponibilità economica delle somme relative agli assegni circolari o bancari versati sul suo conto, rispettivamente emessi da o tratti su una banca insediata in Italia, entro i quattro giorni lavorativi successivi al versamento. (Comma così rinumerato dall'art. 3 del D.Lgs 218 del 2010)*

1. Gli interessi sul versamento di assegni presso una banca sono conteggiati fino al giorno del prelevamento e con le seguenti valute:

a) dal giorno in cui è effettuato il versamento, per gli assegni circolari emessi dalla stessa banca e per gli assegni bancari tratti sulla stessa banca presso la quale e' effettuato il versamento;

b) per gli assegni diversi da quelli di cui alla lettera a), dal giorno lavorativo successivo al versamento, se si tratta di assegni circolari emessi da una banca insediata in Italia, e dal terzo giorno lavorativo successivo al versamento, se si tratta di assegni bancari tratti su una banca insediata in Italia. (Comma così rinumerato dall'art. 3 del D.Lgs. 218 del 2010)."

In tal modo si è inteso assicurare agli utenti bancari una maggiore trasparenza nei meccanismi di applicazione delle date valuta che in precedenza non erano esplicitati nel contratto di conto corrente ed un'omogeneità nelle modalità di calcolo per l'applicazione della data valuta alle operazioni, non essendo stati sino ad ora previsti meccanismi uniformi a livello interbancario.

3.2 Gli anticipi, sconti commerciali e altri finanziamenti erogati alle imprese e le relative componenti di costo

La seconda categoria in cui si articolano i finanziamenti per cassa a breve termine è quella relativa agli smobilizzi di crediti commerciali. In questo caso l'impresa ottiene dalla banca un anticipo a fronte dei crediti commerciali ceduti.

Le imprese che concedono credito alla propria clientela, infatti, possono manifestare un fabbisogno finanziario, che viene generalmente coperto dal ricorso ai suddetti strumenti di finanziamento. L'operazione è autoliquidabile in quanto il finanziamento almeno in prima battuta non dovrà essere rimborsato dall'affidato, ma da un altro soggetto che di solito è il debitore dell'impresa affidata⁶⁷.

Solo in caso di mancato rimborso di quest'ultimo la banca potrà rivalersi sull'impresa finanziata, salvo il caso in cui l'intermediario si addossi il rischio di inadempienza del debitore, richiedendo, in questo caso, il versamento di una commissione aggiuntiva.

I suddetti strumenti consentono dunque l'incasso anticipato rispetto alla scadenza naturale del credito. Le operazioni più diffuse sono lo sconto di cambiali commerciali, l'anticipo su portafoglio salvo buon fine su ricevute bancarie e fatture, operazioni di anticipazione e factoring.

3.2.1 Le operazioni di sconto

L'operazione di sconto è un contratto con il quale la banca, previa deduzione dell'interesse, anticipa all'impresa cliente l'importo di un credito non ancora scaduto mediante la cessione salvo buon fine del credito stesso (art. 1858 del c.c.).

⁶⁷M. Oriani, op. cit.

A fronte della cessione dei crediti non ancora scaduti l'impresa ottiene un'anticipazione da parte della banca che ne corrisponde l'importo al netto degli interessi trattenuti.

Lo sconto può avere per oggetto singoli effetti cambiari (o tratte documentate) oppure più frequentemente può inserirsi in rapporto continuativo grazie al quale l'azienda cede con continuità alla banca i crediti rappresentati da effetti, rispettando però il limite massimo di fido concesso dalla banca all'impresa denominato "castelletto salvo buon fine". Quando gli effetti giungono a scadenza e il debitore procede al pagamento viene ripristinata la disponibilità del castelletto a beneficio dell'impresa finanziata.

In linea di principio, gli effetti presentati allo sconto devono essere in possesso di alcuni requisiti, quali⁶⁸:

- 1) avere una durata non superiore a quattro mesi;
- 2) presentare almeno due firme di persone solvibili;
- 3) essere in regola con l'imposta di bollo.

La differenza tra il valore nominale dell'effetto portato allo sconto e l'ammontare anticipato al cliente è funzione delle seguenti componenti di costo:

- tasso d'interesse, che viene applicato sul valore nominale dell'effetto e tiene conto del numero di giorni intercorrenti tra la data di operazione di sconto e la data di scadenza dell'effetto, oltre ad alcuni giorni definiti "giorni banca" (per un minimo di sei giorni) che sono aggiunti ai giorni mancanti alla scadenza del credito.
- vommissioni di incasso. L'ammontare è uguale per gli effetti pagabili su piazza o fuori piazza ed è indipendente dalla scadenza degli stessi;
- la banca può inoltre richiedere un compenso aggiuntivo, qualora l'importo degli effetti sia contenuto oppure la loro durata troppo breve, quali il "diritto di brevità". Trattasi di una commissione fissa che si applica se l'effetto viene presentato almeno dodici giorni prima della scadenza se pagabile sulla stessa piazza o venti giorni prima se pagabili fuori piazza. La suddetta commissione

⁶⁸ M. Oriani, op. cit.

serve, dunque, a compensare la banca per la ridotta redditività dell'operazione effettuata su effetti aventi le suddette caratteristiche.

- Altri elementi di costo aggiuntivi, possono essere individuati nelle seguenti forme:
 - Diritti per avviso di incasso, qualora la banca sia tenuta a informare il cliente di ciò che è avvenuto alla scadenza dell'effetto;
 - Diritto fisso per richiesta di esito. Commissione che viene corrisposta qualora l'impresa chieda continui ragguagli sul pagamento dei diversi crediti ceduti.

Il costo complessivo del finanziamento è mediamente inferiore a quello sopportato in caso di ottenimento di un'apertura di credito. Occorre, infatti, considerare che nello sconto, il conteggio delle competenze avviene in via anticipata e su tutto l'importo messo a disposizione dalla banca, e che la suddetta forma tecnica non presenta quei requisiti di elasticità che le consentono di poter efficacemente fronteggiare fabbisogni finanziari oscillanti dell'impresa⁶⁹.

3.2.2 Le operazioni su portafoglio salvo buon fine su ricevute bancarie e su fatture

Il ricorso a titoli cambiari ha subito negli ultimi anni un continuo declino a causa soprattutto dell'imposta di bollo, ed anche a motivo della diffusione delle ricevute bancarie. Accade con elevata frequenza che le imprese detengano titoli di credito sprovvisti dei requisiti necessari per accedere alle operazioni di sconto, le imprese fanno, dunque, un crescente ricorso alle ricevute bancarie, le quali rappresentano semplici quietanze di pagamento ma non costituiscono titolo esecutivo.

Nelle operazioni salvo buon fine (s.b.f.) l'impresa a fronte della presentazione di ricevute bancarie o fatture, chiede alla banca di poterne avere l'utilizzo anticipato in tempi e quantità stabilite dalle condizioni concordate, attraverso un'anticipazione per smobilizzo. Esse girano questi effetti alla banca affinché ne curi l'incasso. In caso di

⁶⁹ M. Oriani, op. cit.

mancato incasso la banca addebita all'impresa l'importo precedentemente accreditato.

Generalmente il controvalore delle ricevute bancarie viene accreditato su conti *ad hoc* denominati conti s.b.f., conti anticipi o conti sovvenzione, con valuta successiva alla loro scadenza media. In funzione della necessità finanziarie dell'impresa cliente gli importi relativi vengono resi disponibili sul conto corrente ordinario, anticipatamente rispetto alla valuta dell'accredito sul conto s.b.f., in sostanza quindi le somme vengono accreditate dalla banca con valute postergata alla data di scadenza delle ricevute bancarie. Il finanziato può utilizzare immediatamente tali somme anche se ciò determinerà l'insorgere di uno scoperto di valuta che comporterà il pagamento di interessi passivi e delle commissioni di massimo scoperto⁷⁰.

In altre parole, al momento della presentazione delle ricevute bancarie da parte dell'impresa alla banca, quest'ultima effettua due operazioni:

- 1) accredita all'impresa la somma indicata dai documenti, con valuta posteriore alla data di scadenza media dei crediti. L'eventuale utilizzo da parte dell'azienda delle somme accreditate in termini di saldo contabile, ma non di saldo liquido determina uno scoperto di valuta sul quale l'impresa deve corrispondere gli interessi secondo le condizioni economiche che regolano l'apertura di credito in conto corrente;
- 2) addebita all'impresa la commissione di incasso, con valuta immediata.

Una tecnica alternativa all's.b.f. ordinario è denominata salvo buon fine ad anticipo immediato e consiste nell'anticipare totalmente l'importo nominale degli effetti presentati. L'onerosità per l'impresa è più elevata perché riguarda l'ammontare complessivo della somma accreditata per l'intero periodo tra la data di esecuzione e quella di valuta degli effetti.

L'impresa avrà convenienza a ricorrere all's.b.f. ordinario quando il fabbisogno da finanziare si concretizza in una serie di uscite distanziate nel tempo. Al contrario nel caso di uscite finanziarie isolate, sarà preferibile il ricorso a un anticipo immediato s.b.f.

⁷⁰ M. Oriani, op. cit.

La banca ha invece convenienza a instaurare un rapporto s.b.f. immediato grazie alla possibilità di ottenere un maggior introito di interessi⁷¹.

L'anticipazione s.b.f. su fatture viene richiesta dalle imprese che possono trovarsi senza effetti cambiari in portafoglio da scontare, né ricevute bancarie da presentare all'incasso. Questa particolare tipologia di operazioni trova la sua ragione d'essere sia nella diffusa tendenza a pattuire i regolamenti delle forniture tramite bonifici e giroconti bancari, sia nella circostanza in cui le imprese realizzano ampia parte del loro fatturato con uno o pochi clienti oppure quando i termini di regolamento dei crediti commerciali sono molto ampi.

L'anticipo su fatture è di norma concesso non per l'intero importo del credito ma per un valore inferiore ottenuto sottraendo all'importo complessivo uno scarto di garanzia del 20%-30%. Dal punto di vista giuridico, l'operazione si concretizza in una cessione di credito (art. 1260 del c.c.). La banca diviene titolare del diritto di credito con la conseguenza che il debitore risulta obbligato non più verso il creditore originario ma verso la banca. La cessione deve essere notificata al debitore mediante raccomandata con ricevuta di ritorno.

Dal punto di vista operativo la procedura si articola in sette fasi⁷²:

- 1) l'azienda presenta alla banca copia della fattura oggetto dell'operazione con apposizione di timbro e firma per garantirne l'autenticità;
- 2) la banca esamina gli aspetti formali e sostanziali del documento, accerta l'esistenza del fido nonché l'entità residua della cifra di castelletto;
- 3) in caso di accettazione la banca provvede a dar corso alla cessione del credito che viene notificata al debitore con l'invio di una copia dell'apposito modulo di cessione;
- 4) l'importo del credito diminuito di uno scarto di garanzia del 20%-30% è messo a disposizione del cliente mediante accredito sul conto corrente bancario.
- 5) contemporaneamente l'importo è addebitato su uno speciale conto corrente, il conto anticipo fatture sul quale maturano interessi a debito dalla data di concessione dell'anticipo alla data di scadenza della fattura;

⁷¹ M. Oriani, op. cit.

⁷² M. Oriani, op. cit.

6) alla scadenza della fattura se il debitore effettua il pagamento ordinando il bonifico alla propria banca, la banca che ha concesso l'anticipo prevede a effettuare le seguenti operazioni contabili:

- registra l'importo del credito in AVERE del conto anticipi fatture con valuta del bonifico e provvede a pareggiarlo in DARE registrando la differenza tra l'importo del bonifico e quanto già anticipato.
- la differenza tra l'importo del bonifico e quanto già anticipato viene inoltre registrata in AVERE del conto corrente di corrispondenza con valuta del regolamento;
- a fine trimestre gli interessi che scaturiscono dal conto anticipi fatture vengono addebitati sul conto corrente di corrispondenza;

7) nel caso in cui, invece, dopo un periodo di tempo di circa quindici giorni (per eventuali ritardi del debitore e della procedura di bonifico) le fatture risultino ancora non saldate la banca informa il cliente invitandolo a saldare quanto gli era stato anticipato.

Come detto, i suddetti rapporti richiedono l'apertura di conti d'appoggio chiamati "conti sbf" o "conti anticipi" collegati ad un conto corrente ordinario. I primi evidenziano dunque l'addebito trimestrale delle competenze (interessi, commissioni di massimo scoperto e spese) le quali, con periodicità trimestrale, vengono stornate e fatte affluire sul conto corrente ordinario. Sui conti speciali, dunque, viene semplicemente evidenziato il costo dei finanziamenti ottenuti, ma tale costo viene sistematicamente imputato, con addebito trimestrale, sul conto ordinario.

Il conto corrente ordinario, oltre a ricevere trimestralmente l'addebito delle competenze maturate sui conti sovvenzione, determina poi l'insorgere delle competenze proprie di un conto corrente (interessi, commissioni di massimo scoperto e spese) con medesima cadenza trimestrale.

3.2.3 Le operazioni di anticipazione

Le operazioni di anticipazione sono contratti mediante i quali la banca concede all'impresa cliente previa costituzione di una garanzia (pegno su titoli, merci o

documenti che rappresentano merci), una somma proporzionata al valore della garanzia.

La disponibilità dei beni spetta alla banca che assume l'impegno a conservarli e restituirli al momento dell'estinzione del prestito; in caso di mancato rimborso, ovviamente la banca potrà procedere alla vendita dei beni e rivalersi sulle somme ricavate. L'impresa che costituisce in pegno beni a garanzia della linea di credito in conto corrente che la banca mette a disposizione, può utilizzarla con la flessibilità e la discrezionalità esaminata per l'apertura di credito. L'importo del finanziamento viene determinato come differenza tra il valore corrente dei beni e lo scarto di garanzia.

La banca, infatti, generalmente sottrae un margine che può oscillare tra il 15% e il 20% del valore corrente del bene costituito in pegno⁷³.

La difficoltà maggiore è legata alla individuazione del valore corrente dei beni dati in pegno, soprattutto quando essi non siano oggetto di contrattazione nei mercati ufficiali, e dunque risulta difficile prevedere le eventuali oscillazioni. Da ciò consegue che lo scarto di garanzia assume ampiezza diversa in relazione alla tipologia del bene dato in pegno, e quindi si attesta su percentuali più contenute per i titoli e più elevate per le merci.

Peraltro, è previsto che venga mantenuta una correlazione, per tutta la durata del prestito tra il suo importo e il valore dei beni dati in pegno. Qualora si determini una riduzione del valore dei beni (titoli o merci) ed eccedente un percentuale fissata contrattualmente, la banca può ridurre proporzionalmente la linea di credito disponibile.

La fattispecie più diffusa è l'anticipazione su titoli, in particolare i valori mobiliari a reddito fisso sono oggetto di ampi scambi sui mercati regolamentati.

Il pegno su merci è ottenibile, invece più agevolmente se si tratta di merci quotate ampiamente scambiate, non deperibili e contrassegnate da un elevato rapporto valore/volume. Le merci, possono, inoltre essere custodite presso terzi o presso i Magazzini Generali, che rilasciano un titolo rappresentativo delle stesse.

⁷³ M. Dallochio, A. Salvi, op. cit.

A questa forma tecnica di finanziamento ricorrono soprattutto le imprese che dispongono di attività finanziarie da fornire in garanzia o di scorte di merci o materie prime eccedenti il normale fabbisogno della gestione corrente.

Le modalità tecniche della suddetta operazione sono due⁷⁴:

- 1) anticipazione semplice. In questo caso si parla di anticipazione per somma e scadenza fissa. L'importo viene corrisposto addebitando anticipatamente gli interessi debitori calcolati sulla base del tasso d'interesse negoziato per tutta la durata dell'operazione che può raggiungere al massimo 6 mesi. L'affidato, viene dunque accreditato del valore nominale dei beni dati in pegno al netto degli interessi;
- 2) anticipazione in conto corrente. L'importo viene anticipato in conto corrente consentendo all'impresa di utilizzare e ricostituire l'ammontare di fido concesso.

Gli interessi vengono determinati in via posticipata in sede di liquidazione periodica trimestrale del conto corrente. Nella determinazione delle competenze complessive concorrono tutti i movimenti effettuati sul conto, si tratta dunque di una forma di finanziamento assimilabile a un'apertura di credito garantita da pegno di titoli o merci.

Si osserva, peraltro, che il tasso di interesse praticato dalle banche si attesta a livelli più contenuti rispetto a quelli previsti per l'apertura di credito in conto corrente, in quanto la garanzia reale conferita alla banca e rappresentata da titoli o merci, conferisce alla stessa una maggiore protezione in caso di insolvenza.

3.3 Il factoring e le relative componenti di costo

Il factoring è disciplinato dalla legge n. 52 del 21 febbraio 1991, che prevede che i crediti ceduti debbano essere solo quelli sorti da contratti stipulati dall'imprenditore nell'esercizio della sua attività d'impresa. Si osserva che le operazioni di factoring

⁷⁴ M. Dallochio, A. Salvi, op. cit.

possono, analogamente alle operazioni di leasing, essere svolte sia da società specializzate, sia da intermediari bancari⁷⁵.

Il factoring è un'operazione mediante la quale avviene un trasferimento di crediti commerciali dall'impresa a una società specializzata (*factor*) la quale si assume l'impegno della riscossione dei crediti stessi e talvolta ne garantisce il buon fine.

La prassi più diffusa prevede che il *factor* accrediti all'impresa l'importo della cessione dei crediti al momento della cessione o comunque prima della scadenza. Così facendo il *factor* assume nei confronti dell'impresa anche la veste di finanziatore.

Il factoring si configura, dunque, come una modalità di provvista complementare al finanziamento bancario cui le imprese possono ricorrere per ottenere fondi smobilizzando i propri crediti.

Le società di factoring anticipano una quota che si aggira tra il 70 % - 80% dell'importo totale del credito. Tale percentuale è stabilita in funzione della solvibilità del beneficiario e del debitore ceduto; di norma il contratto di factoring è stipulato apponendo una clausola *pro- solvendo*, in base alla quale il rischio di insolvenza grava sull'impresa cedente, ma non sono rarissimi i casi di cessione *pro-soluto*, in base al quale il rischio di insolvenza del debitore grava sul *factor*. Quest'ultima modalità di cessione comporta il sostenimento di costi superiori ma esonera l'impresa da qualsiasi coinvolgimento al rischio sostenuto dal *factor* di non incassare il credito.

Una importante caratteristica del *factoring* è l'autoliquidabilità: il beneficiario non è tenuto ad alcun rimborso delle somme ottenute, poiché questo è sostenuto dagli incassi dei crediti ceduti per l'ottenimento dei quali si adopera lo stesso finanziatore.

Si osserva, infine che è necessario effettuare la notifica al debitore della cessione del debito, ai sensi dell'art. 1264 del codice civile, affinché si eviti che il debitore possa eseguire la sua obbligazione effettuando il pagamento al creditore originario.

Nella prassi si assiste alla presenza di molteplici varianti dell'operazione di *factoring*, tra le quali⁷⁶:

- 1) operazioni di *conventional factoring*, è l'operazione in cui la società di factoring anticipa al cedente una data percentuale del valore nominale del credito; si

⁷⁵ M. Dallochio, A. Salvi, op. cit.

⁷⁶ M. Oriani, op. cit.

occupa dell'incasso del credito e della sua gestione, consistente in solleciti ed eventuali adempimenti amministrativi; garantisce al cedente il buon fine dell'operazione, assumendo il rischio di insolvenza del debitore ceduto;

- 2) operazioni di factoring *pro solvendo*, o con rivalsa in cui la società di factoring svolge le funzioni di finanziamento e gestione, ma non di garanzia;
- 3) operazioni di *maturity factoring* in cui la società di factoring presta garanzia, si occupa della gestione, ma non finanzia il cedente. Si tratta di un'operazione tipicamente rivolta ad imprese di nuova costituzione che non presentano una clientela conosciuta e consolidata e che si avvalgono della società di factor per il solo fine di gestire i crediti e tutti gli adempimenti ad essi relativi senza dotarsi di un ufficio amministrativo interno;
- 4) operazioni di factoring *senza notifica*, in cui non viene inviata al debitore ceduto la lettera di notifica con cui gli si comunica l'avvenuta cessione del credito. Ne discende che alla scadenza il debitore pagherà al cedente e non alla società di factoring e quindi quest'ultima non potrà svolgere la funzione di gestione, ma solo quella di garanzia e di finanziamento.

I costi di questa fonte di finanziamento sono riconducibili a:

- oneri finanziari corrisposti a fronte dell'anticipazione ottenuta;
- commissioni di *factoring*, applicate in percentuale su base annua e che possono variare dallo 0,5% al 5%, in relazione all'esistenza o meno della funzione di garanzia, alla solvibilità del debitore, all'importo dei crediti ceduti;
- provvigioni volte a coprire le spese sostenute dal *factor*;
- oneri aggiuntivi quali spese di istruttoria, di tenuta conto e d'incasso.

Si osserva, inoltre, che il tasso d'interesse sulle somme anticipate supera quello applicato sui finanziamenti in conto corrente e la sua incidenza è aumentata dalla prassi delle società di factoring che attuano una capitalizzazione mensile degli interessi.

4. I finanziamenti per cassa a medio e lungo termine

Le banche possono offrire alle imprese finanziamenti a medio e lungo termine, cioè finanziamenti con scadenza superiore ai diciotto mesi e che dovrebbero essere destinati a coprire il fabbisogno finanziario generato dagli investimenti in capitale fisso da parte delle imprese. Le principali forme tecniche a medio lungo termine sono il mutuo, il leasing finanziario e i prestiti in *pool*.

4.1 Le operazioni di mutuo e le relative componenti di costo

Trattasi di un'operazione attraverso la quale le banche prestano una determinata somma di denaro a un determinato soggetto il quale si obbliga alla restituzione a scadenze predeterminate del capitale unitamente agli interessi.

Generalmente le imprese fanno ricorso a questo tipo di operazione per acquisire investimenti a utilità pluriennale, quale ad esempio per la costruzione o acquisto di immobili civili o industriali, per il consolidamento nel medio lungo termine di finanziamenti a breve eccessivi rispetto ad una struttura finanziaria ritenuta ottimale.

I mutui si suddividono in due grandi categorie⁷⁷:

- 1) mutui ipotecari garantiti da ipoteca iscritta su beni immobili aziendali o extra aziendali;
- 2) mutui chirografari, assistiti da una generica garanzia rappresentata dal patrimonio del debitore.

I mutui, in linea generale sono caratterizzati dai seguenti elementi:

- durata di medio-lungo periodo e comunque superiore ai cinque anni;
- consegna della somma mutuata immediatamente all'atto della stipula dell'atto di mutuo;
- atto di mutuo pubblico, redatto da un notaio;
- restituzione del finanziamento per il tramite di un piano di ammortamento annuale o semestrale, con rate costanti, o decrescenti;
- eventuale iscrizione ipotecaria sui cespiti immobiliari aziendali o anche extra aziendali;

⁷⁷ M. Oriani, op. cit.

- tasso d'interesse fisso o variabile, ossia indicizzato a uno o più parametri;

Nello specifico, si rappresenta che le rate di rimborso delle somme mutate sono formate da una quota interesse calcolata sull'ammontare del debito residuo esistente alla scadenza della rata medesima e da una quota capitale. Come già detto, le rate possono essere decrescenti o costanti, nel primo caso la quota capitale resta costante per tutta la durata del prestito mentre quella interessi si riduce progressivamente al ridursi del debito residuo, c.d. ammortamento italiano, nel secondo caso si parla di ammortamento francese, in cui si prevede che le due componenti della rata, cioè la quota capitale e la quota interessi, si modificano nel corso del tempo, anche in presenza di un tasso d'interesse fisso. In particolare, a parità di rata, la quota interessi diminuisce nel tempo, poiché calcolata sul capitale residuo (che via via, naturalmente, si riduce), a vantaggio della quota capitale, la quale aumenta nel tempo, in quanto si determina mediante la differenza tra la rata (costante) e la quota interessi (che diminuisce).

Gli elementi di costo dell'operazione sono numerosi e tra essi rileva il tasso di interesse che può essere fisso o variabile. Nel caso di tasso di interesse fisso per tutta la durata del prestito l'impresa potrà beneficiare di eventuali incrementi nel livello dei tassi di mercato e sarà invece esposta al rischio di una loro riduzione al di sotto del tasso fisso stabilito contrattualmente. I mutui a tasso variabile hanno invece come parametri di riferimento i tassi dei mercati su cui le banche si approvvigionano di risorse finanziarie o procedono al loro impiego, il parametro attualmente più diffuso è lo *Europe Interbank Offered Rate* (Euribor).

Il costo della suddetta operazione è rappresentato oltre che dal tasso d'interesse implicito nel piano d'ammortamento anche da una commissione da corrispondere in caso di estinzione anticipata. Oltre a ciò, sono a carico dell'impresa che stipula il mutuo gli oneri relativi a spese di assicurazione che la banca ha sostenuto in relazione ai beni offerti in garanzia. Gli altri oneri accessori sono rappresentati dalle spese di istruttoria, da quelle notarili per l'atto di erogazione del mutuo, e per l'iscrizione dell'ipoteca, dalle spese di perizia per la valutazione del bene offerto in garanzia nonché dall'imposta sostitutiva.

Peraltro, si osserva che a tali oneri occorre considerare un'ulteriore componente meramente eventuale rappresentata dagli interessi di mora, collegata al ritardato o mancato pagamento delle rate da parte dell'impresa finanziata. In effetti, per il ritardato o mancato pagamento di quanto dovuto alla "banca" a qualsiasi titolo su qualunque somma per capitale, interessi, spese e accessori, il contratto di mutuo può prevedere la corresponsione degli interessi di mora ad un tasso generalmente pari al tasso convenzionale incrementato di una penalità.

4.1.1 L'anatocismo nei mutui come ulteriore componente di costo

Non sono mancate in dottrina e giurisprudenza tesi secondo le quali sarebbe ravvisabile il cosiddetto fenomeno anatocismo anche nel contratto di mutuo.

Secondo le suddette tesi tale eventualità sarebbe riscontrabile nei seguenti casi:

- il primo caso, sarebbe legato al metodo di rimborso, c.d. ammortamento francese, il quale determinerebbe una rata più elevata, rispetto alle altre metodologie di rimborso, quale ad esempio il metodo di ammortamento italiano⁷⁸. La rata del mutuo verrebbe determinata attraverso una formula finanziaria che prevede l'applicazione dell'interesse composto e di conseguenza anche gli interessi sarebbero determinati con il metodo dell'interesse composto anziché con la formula dell'interesse semplice. La suddetta metodologia porterebbe, dunque, alla determinazione di un tasso effettivo superiore al tasso nominale pattuito in contratto;
- il secondo caso discenderebbe dall'applicazione eventuale da parte della Banca degli interessi di mora per ritardati pagamenti. In questa ipotesi l'anatocismo si configurerebbe nel fatto che gli interessi di mora vengono applicati sul totale della rata scaduta e dunque anche sulla quota interessi della rata.

⁷⁸ Si osserva che il piano di rimborso secondo l'"ammortamento francese" è rappresentato da una rata costante per tutta la durata del prestito, mentre il piano di rimborso secondo l'"ammortamento italiano" è rappresentato da una quota capitale costante per tutta la durata del prestito.

Con riferimento al primo caso, la recente giurisprudenza di merito ha tuttavia riconosciuto che il piano di ammortamento francese non comporta in alcun modo anatocismo.

Infatti, sebbene la rata del mutuo viene determinata attraverso una formula finanziaria che prevede l'applicazione dell'interesse composto, ciò non può certamente portare ad affermare l'esistenza di un anatocismo occulto, in quanto il calcolo degli interessi corrispettivi nel piano di ammortamento è sempre e comunque effettuato sul capitale residuo attraverso la formula dell'interesse semplice.

In questo senso, anche la recente sentenza del Tribunale di S. Maria Capua V. del 31 gennaio 2012 che chiarisce non solo la metodologia di determinazione della rata nel piano di ammortamento alla francese ma sancisce anche che tale metodo non implica alcun fenomeno anatocistico: *“Laddove, come nel caso di specie, il rimborso abbia luogo con il sistema progressivo c.d. francese, la misura della rata costante dipende da una formula matematica i cui elementi sono: 1) il capitale dato in prestito; 2) il tasso di interesse fissato per periodo di pagamento; nonché 3) il numero dei periodi di pagamento. La formula matematica in questione individua in sostanza quale sia quell'unica rata costante capace di rimborsare quel prestito (euro x al tasso d'interesse y) con quel determinato numero di pagamenti periodici costanti (ad esempio, z). In altri termini, la rata discende matematicamente da quegli elementi contrattuali: il rimborso di quel prestito, accordato a quel determinato tasso, rimborsabile con quel determinato numero di rate costanti può avvenire solo mediante il pagamento di rate costanti di quel determinato importo.*

Individuato l'ammontare della rata costante ne segue la determinazione del piano di ammortamento, di modo che, da un lato, si abbia comunque l'estinzione dell'intero capitale (sicché la somma delle quote capitale contenute in tutte le rate deve corrispondere all'importo originario del prestito), nonché, dall'altro, che con il pagamento della rata siano riconosciuti tutti gli interessi maturati nel periodo cui la rata si riferisce.

Secondo il metodo dell'ammortamento c.d. francese, una volta individuato (sulla base della formula matematica di cui sopra) l'ammontare della rata costante, la costruzione

del piano di rimborso procede quindi secondo i seguenti passaggi, e cioè: 1) si calcolano gli interessi sul debito iniziale e si determina la quota interessi della prima rata; 2) si sottrae la quota interesse così individuata dalla rata costante e si ricava per differenza la quota capitale della prima rata; 3) la quota capitale di tale prima rata si porta in detrazione dal debito iniziale e si ottiene il debito residuo; 4) sul debito residuo rinveniente dalla prima rata si calcola la quota interessi della seconda rata; 5) dalla rata costante si ricava per differenza la quota capitale della seconda rata; 6) la quota capitale della seconda rata va a ridurre il debito residuo sui cui si calcola la quota interessi della terza rata, e così di seguito fino all'ultima rata (...). Dalla ricostruzione sopra operata risulta evidente come tale metodo non implichi, per definizione, alcun fenomeno di capitalizzazione degli interessi. Il metodo francese comporta infatti che gli interessi vengano comunque calcolati unicamente sulla quota capitale via via decrescente e per il periodo corrispondente a quello di ciascuna rata”.

Sempre a tal proposito si rammentano, altresì, sia la sentenza del Tribunale di Benevento, n. 1936 del 19/11/2012, che sul punto riprende quanto statuito da Tribunale di Arezzo, in una sentenza del 24 novembre 2011, sia quanto stabilito dalla Corte d'appello di Milano del 30/10/2013 che negano fermamente qualsiasi forma di anatocismo con il metodo francese.

Si rinvia al capitolo IV ove è illustrata un'esemplificazione numerica a dimostrazione di quanto sopra esposto.

Con riferimento all'effetto anatocistico prodotto dall'applicazione degli interessi di mora sulla rata scaduta, si rammenta che, sebbene la recente sentenza della Cassazione n. 11400 del 22/05/2014, in tema di anatocismo sui contratti di mutuo bancario, sia ordinari, sia fondiari, da un lato abbia confermato il principio inerente al divieto di produzione di interessi su interessi, dall'altro, come si dirà, ha espressamente previsto una deroga al disposto dell'art. 1283 Cod. Civ.. La suddetta deroga, infatti, è consentita, in relazione a tutti i contratti di mutuo bancario, solo in base ad apposita pattuizione anteriore al sorgere del credito per interessi.

Si rammenta che la disciplina del mutuo fondiario, antecedentemente all'entrata in vigore del T.U.B., di cui al D.Lgs. 385/1993, consentiva espressamente il conteggio degli interessi di mora sull'intera rata scaduta, comprensiva di quota capitale e interessi di ammortamento. La disciplina speciale continua ad applicarsi ai contratti stipulati *ratione temporis*, mentre per i contratti stipulati dopo l'entrata in vigore del T.U.B., invece, la questione è apparsa alquanto controversa. Il T.U.B., infatti, fornisce all'articolo 38, la nozione di credito fondiario ma non detta alcuna disposizione per le somme dovute a titolo di rimborso delle rate di ammortamento dei mutui fondiari, comprensive di capitali e interessi.

Tuttavia, come già detto, la Corte di Cassazione Civ. I sezione nella recente sentenza n. 11400 del 22/05/2014, premettendo che:

- 1) nel sistema disciplinato dal D.Lgs. 385/1993, in cui qualsiasi ente bancario può esercitare operazioni di credito fondiario ed in cui la provvista non è più fornita attraverso il sistema delle cartelle;
 - 2) il contratto di mutuo fondiario si caratterizza unicamente quale finanziamento a medio e lungo termine garantito da ipoteca di primo grado sugli immobili,
- conclude, che la struttura del credito fondiario ha perso quelle peculiarità nelle quali risiedevano le ragioni della sua sottrazione al divieto di cui all'art. 1283 Cod. Civ., e ammette che nel nuovo panorama normativo la deroga al disposto dell'art. 1283 Cod. Civ. è consentita in relazione a tutti i contratti di mutuo bancario, ma solo in base ad apposita pattuizione anteriore al sorgere del credito per interessi.

La Corte ha così illustrato un principio di carattere generale: a partire dall'entrata in vigore del TUB, non è più ammessa l'automatica capitalizzazione degli interessi, ma trova applicazione il principio generale di cui all'art. 3 della delibera 9.2.2000 del CICR (emessa in attuazione del disposto del II comma dell'art. 120 del T.U.B. medesimo, introdotto dall'art. 25 del d.lgs. n. 342/99), il quale prevede che nelle operazioni di finanziamento in cui il rimborso del premio avviene mediante il pagamento di rate con scadenze temporali predefinite, in caso di inadempimento del debitore l'importo complessivamente dovuto alla scadenza di ciascuna rata può, se contrattualmente stabilito, produrre interessi dalla data di scadenza e sino al momento del pagamento.

In questo senso si rammenta anche la recente sentenza del tribunale di Torino del 17/09/2014 che conformemente a quanto disposto dalla Suprema Corte, ha stabilito che: *“l’art. 3.2 della delibera del 09.02.2000 CICR consente per i mutui bancari la produzione dell’anatocismo, ossia la produzione di interessi di mora sulla quota interessi corrispettivi compresa nelle rate scadute – in caso di inadempimento del mutuatario all’obbligo di restituzione delle singole rate (quando il mancato pagamento determina la risoluzione del contratto di finanziamento, l’importo complessivamente dovuto può, se contrattualmente stabilito, produrre interessi a decorrere dalla data di risoluzione”*. In tal senso da ultimo Cass. 22.05.2014 n. 11400).

Questa possibilità è subordinata alla stipulazione di un’apposita pattuizione anteriore al sorgere del credito per interessi che indichi che gli interessi moratori sono dovuti anche sulla quota parte degli interessi corrispettivi delle rate scadute”.

In definitiva l’esistenza di una pattuizione anteriore al sorgere del credito che indichi che gli interessi moratori sono dovuti su ogni somma rimasta non pagata, rende ammissibile e legittima l’anatocismo.

4.2 Il leasing e le relative componenti di costo

Il leasing è sostanzialmente un contratto atipico, non regolamentato dal codice civile, di locazione di beni mobili o immobili, le cui caratteristiche sono tali da poter essere identificato come un vero e proprio contratto particolare di finanziamento⁷⁹.

Il contratto identifica due soggetti: il locatore, come colui che concede in uso il bene mobile o immobile e che finanzia l’acquisto (società di leasing) e il locatario (un’impresa) cioè colui che utilizza i beni oggetto del contratto, impegnandosi a corrispondere per un determinato periodo di tempo un canone di locazione. Alla scadenza prestabilita l’azienda può scegliere se divenire proprietaria del bene pagando un valore residuo oppure restituirlo alla società di leasing.

La durata del contratto viene concordata tra le parti in funzione della durata economica del bene e delle quote di ammortamento stabilite.

⁷⁹ M. Oriani, op. cit.

Esistono differenti forme di leasing che si differenziano per alcuni elementi del contratto:

- il leasing operativo, non prevede la cessione del bene locato a fine periodo, ma il suo ritiro da parte della società locatrice. Le aziende ricorrono a questa forma di leasing soprattutto per quei beni, macchine e impianti, caratterizzati da elevati livelli di obsolescenza, ossia quando necessitano di beni strumentali per i quali non sono disposte a sopportare i rischi connessi alla proprietà dello stesso. Tale forma di contratto prevede di solito che il locatore si occupi della manutenzione e dell'assicurazione del bene locato e consente al locatario la possibilità di revoca del contratto e la restituzione del bene.
- Il leasing finanziario, può essere esercitato in via diretta dalle banche poiché presenta le caratteristiche tipiche di un finanziamento, ove il locatore è un intermediario finanziario che si limita a finanziare l'acquisto demandando al locatario qualsiasi intervento di manutenzione o assistenza.

Questo tipo di operazione presenta le seguenti caratteristiche:

- non prevede la manutenzione del bene locato;
- i canoni di locazione sono comprensivi del valore di acquisto del bene e degli interessi sul finanziamento indirettamente concesso al locatario;
- il locatore nella sua contabilità ammortizza completamente il bene locato;
- il locatario non può disdire anticipatamente il contratto che deve essere rispettato fino alla scadenza;
- alla scadenza il locatario ha la facoltà di riscattare il bene in locazione.

Il leasing finanziario è un vero e proprio finanziamento, anche se con caratteristiche particolari, ad esempio non compare tra i finanziamenti esposti nel passivo del bilancio⁸⁰ dell'impresa locataria, essendo tale finanziamento trattato come una vera e

⁸⁰ In merito alla contabilizzazione del leasing finanziario si rammenta che lo IAS 17, impone di rilevare il bene tra le attività del locatario. Il valore da attribuirgli inizialmente è quello pari al valore di mercato del bene (o se minore, al valore attuale delle somme delle rate pagate) a fronte dell'iscrizione nel passivo di un debito di finanziamento pari al valore attuale delle rate da pagare; il pagamento della rata sarà composto da due parti: una quota come rimborso parziale del debito complessivo, l'altra quota come pagamento dell'interesse sul debito, facendo in modo che per ogni esercizio la quota interessi sia riconosciuta ad un tasso costante sul debito residuo. Ad ogni fine esercizio il bene verrà invece ammortizzato.

propria locazione, il che consente di registrare contabilmente solo i canoni annuali di competenza nel conto economico di esercizio⁸¹, che comprendono la quota capitale, la quota interessi, le spese di istruttoria e gli oneri amministrativi.

I canoni di leasing rappresentano, dunque, per l'impresa, a prescindere dalle modalità di contabilizzazione, un vero e proprio debito da onorare, come del resto testimonia l'esistenza al suo interno di una quota di interessi.

Nei contratti di *lease back* la società di leasing acquista il bene dal proprietario originario il quale a sua volta riprende il bene in leasing dalla società di leasing. Si tratta di una modalità di impiego cui fanno ricorso le imprese in caso di temporanee esigenze di liquidità.

Infine, il leasing immobiliare è utilizzato esclusivamente a fronte di operazioni inerenti i beni immobili. L'operazione ha durata da 20 a 25 anni.

Le componenti di conto di questa particolare forma di leasing sono le seguenti:

- le quote di ammortamento del bene;
- gli interessi sul capitale investito;
- le commissioni da corrispondere alla società di leasing per il servizio offerto;
- gli oneri fiscali.

I motivi che possono indurre un soggetto a stipulare un leasing finanziario anziché un finanziamento bancario tipico, possono rinvenirsi sia nei tempi di erogazione del leasing molto più contenuti, sia nella flessibilità di questa operazione in termini di adattamento alle esigenze del finanziato, in quanto non vengono generalmente richieste garanzie reali⁸².

4.3 I prestiti in pool

I prestiti in pool sono finanziamenti erogati da un consorzio di banche, il pool appunto, finalizzati a coprire elevati fabbisogni finanziari di imprese di rilevanti dimensioni.

⁸¹ Ad ogni modo è buona norma evidenziare nei conti d'ordine gli importi del contratto di leasing ed il conseguente debito per canoni ancora da pagare.

⁸² M. Oriani, op. cit.

Ciascuna banca partecipa pro quota all'operazione di finanziamento attuando in questo modo un frazionamento del rischio di credito.

La struttura del *pool* prevede una banca capofila che organizza il pool, sceglie le banche che ne fanno parte, gestisce l'intera operazione, predispone le clausole contrattuali e tiene i rapporti con l'impresa finanziata.

Nello svolgimento di questi compiti la capofila si avvale spesso di altre banche dette *manager* o *comanager*, inoltre un ruolo rilevante è esercitato dalle banche sottoscrittrici e dalle banche partecipanti che erogando quote parti del prestito, assicurano all'impresa beneficiaria la copertura del suo fabbisogno.

La struttura e l'organizzazione interna del pool si riflette sulle molteplici componenti di costo che gravano sull'impresa finanziata, tra le quali⁸³:

- il tasso di interesse di norma variabile e agganciato ai tassi prevalenti sui mercati interbancari internazionali (EURIBOR), cui è applicato uno *spread* in relazione allo *standing* del debitore.
- commissioni di gestione (*management fee*) da suddividere tra capofila e banche *manager*;
- commissione di sottoscrizione che spetta alle banche sottoscrittrici;
- commissione di mancato utilizzo, che il finanziato paga se non procede entro i tempi e per gli importi stabiliti contrattualmente all'utilizzo della linea di credito concessa.

Le forme tecniche più diffuse dei prestiti in pool sono: lo *stand by*, l'*evergreen*; e la *bid line*:

- 1) con il prestito *stand by*, l'impresa finanziata ottiene una linea di credito scadenzata utilizzabile anche per importi parziali rispetto al credito complessivo. Ogni utilizzo viene effettuato per un importo prefissato e per un periodo di tempo predeterminato. Al termine di tale periodo l'impresa può rinnovare l'utilizzo o procedere al rimborso del prestito;
- 2) con il prestito *evergreen*, l'impresa ottiene una linea di credito a scadenza indeterminata, il finanziato può utilizzarla ripetutamente senza procedere al

⁸³ M. Oriani, op. cit.

preventivo rimborso dell'utilizzo fatto in precedenza e recedere dal contratto previo idonea preavviso alla capofila. Rispetto allo *stand by* si tratta di un finanziamento contrassegnato da una maggiore flessibilità.

- 3) con il prestito *bid line*, l'impresa finanziata riceve una linea di credito a revoca. La suddetta operazione prevede l'intervento sia di banche partecipanti che con un meccanismo analogo a quello di un'asta competitiva sui tassi offrono i fondi all'impresa sia di banche sottoscrittrici che gli garantiscono la disponibilità delle risorse finanziarie concordate, nell'ipotesi in cui l'offerta delle banche partecipanti sia insufficiente. In altre parole, l'impresa finanziata sceglie, per le varie scadenze le offerte che presentano i tassi più bassi, utilizzandole integralmente se inferiori o uguali all'importo richiesto. Le banche sottoscrittrici interverranno con offerte integrative solo qualora le offerte pervenute dalle partecipanti siano insufficienti o poco convenienti sotto il profilo delle condizioni economiche.

A ogni diversa fonte di finanziamento corrispondono, diverse modalità di rimborso e diverse forme di costo e dalla combinazione di queste variabili dipende come visto il costo effettivo dell'operazione di prestito per l'impresa. Come già riportato nell'introduzione del presente lavoro, le diverse componenti di costo che caratterizzano ciascuna operazione di finanziamento saranno analizzate nei capitoli successivi nella prospettiva della legge n. 108 del 1996 in materia di usura che fissa i criteri e i parametri di riferimento e dunque i limiti (soglie usura) oltre i quali il suddetto costo è da intendersi usurario.

Cap. III: L'usura nel sistema bancario: problematiche interpretative della legge ai fini del calcolo del costo del capitale

1. Premessa

Come visto nel precedente capitolo, ciascuna forma tecnica ha proprie componenti di costo che concorrono a vario titolo alla determinazione del costo effettivo di ciascuna fonte. Il tasso effettivo, ovvero il costo complessivo di ciascuna fonte di finanziamento viene definito dalla normativa antiusura (legge n. 108 del 1996), come quel tasso comprensivo di commissioni, remunerazioni a qualsiasi titolo e spese, escluse quelle per imposte e tasse, collegate all'erogazione del credito. Esso riveste un'importanza cruciale poiché rappresenta il motivo del contendere in numerosi contenziosi tra imprese e intermediari finanziari. Si osserva, infatti, che con l'entrata in vigore della normativa antiusura moltissime imprese, clienti delle banche, sia al termine di un rapporto, che in corso e il più delle volte in opposizione a decreto ingiuntivo, si sono rivolte ai giudici per accertare la non debenza delle somme loro addebitate o per ottenere il rimborso degli oneri dagli stessi corrisposti in eccesso alle banche.

Interesse e usura, infatti, sono due opposte modalità di remunerare il capitale, una lecita ed una illecita: non vi è dubbio che la remunerazione del capitale tramite il riconoscimento dell'interesse sia da considerarsi una pratica legittima e diffusa sin dagli albori della civiltà, ma è altrettanto certo che la richiesta di un corrispettivo per la remunerazione del capitale che renda eccessivamente onerosa la restituzione è sempre stata considerata una pratica illegittima e vietata dal nostro ordinamento.

De Giovanni, definisce il fenomeno dell'usura come: *"quel fenomeno patologico che può affliggere il rapporto obbligatorio relativo alla prestazione di interessi sul capitale originale, tutte le volte in cui sia previsto un tasso restitutorio che sia superiore non solo a quello legale ma comunque a quello esigibile secondo lo sforzo ordinario che può essere richiesto al debitore."*⁸⁴

⁸⁴ C. De Giovanni, *Interessi e Usura*, op. cit.

Lo scopo del presente capitolo è quello di descrivere il quadro normativo di riferimento in tema di usura, con particolare riguardo alla giurisprudenza di merito e di legittimità e alle indicazioni riportate nelle Istruzioni dell'Organo di Vigilanza e finalizzate a fornire le indicazioni sulle modalità operative ai fini della determinazione del tasso effettivo in concreto applicato alle operazioni di finanziamento.

2. Il quadro normativo di riferimento

Con riferimento ad uno dei contratti maggiormente utilizzati dalla prassi bancaria, ossia il contratto di mutuo, l'art. 1815 del codice civile disciplina la fattispecie civile dell'usura, in particolare il secondo comma dispone: *"Se sono convenuti interessi usurari la clausola è nulla e non sono dovuti interessi"*. Si osserva che l'articolo del codice civile in questione pur prevedendo le sanzioni in presenza di stipulazione di interessi usurari, non individua i criteri per stabilire quando gli interessi debbano considerarsi tali. Tali criteri sono espressamente previsti dall'art. 644 del codice di procedura penale.

A partire, infatti, dalla legge del 7 marzo 1996 n. 108, la c.d. legge sull'usura, che ha novellato l'art. 644 c.p., quest'ultimo configura il reato di usura nel farsi promettere o dare, in cambio di denaro o altra utilità, interessi o altri vantaggi usurari, intendendosi con questi gli interessi che superino il tasso soglia determinato in base alla legge, oppure i vantaggi o gli interessi che non superino il tasso soglia ma risultino tuttavia sproporzionati in relazione alle modalità del fatto e al tasso medio praticato per operazioni simili e la vittima si trova in difficoltà economica o finanziaria.

Prima del 1996, il reato di usura era configurabile solo in presenza di conoscenza e conseguente approfittamento dello stato di bisogno della vittima⁸⁵. Inizialmente, la giurisprudenza civile in presenza di una fattispecie penale di usura dichiarava la nullità totale del negozio per illiceità della causa. Successivamente, ma sempre prima della riforma, la giurisprudenza riteneva talvolta applicabile l'art. 1815 nel caso di non configurabilità del reato penale per mancanza dell'elemento soggettivo

⁸⁵ G. Visentini, *Trattato della responsabilità contrattuale*, Vol II, I singoli Contratti, Cedam, 2009

dell'approfittamento, mentre in presenza dello stesso da parte del creditore si ricorreva all'art. 1448 in materia di rescissione per lesione. In altri casi per dichiarare la nullità del contratto si richiedeva la ricorrenza della fattispecie penale e si reputava sufficiente ai fini dell'applicabilità dell'art. 1448 la mera consapevolezza dello stato di bisogno⁸⁶.

L'art. 1 della legge n. 108 del 1996 ha dunque novellato l'art 644 del codice penale, esso dispone: *“Chiunque, fuori dei casi previsti dall'articolo 643, si fa dare o promettere, sotto qualsiasi forma, per se o per altri, in corrispettivo di una prestazione di denaro o di altra utilità, interessi o altri vantaggi usurari, è punito con la reclusione da uno a sei anni e con la multa da lire sei milioni a lire trenta milioni. Alla stessa pena soggiace chi, fuori del caso di concorso nel delitto previsto dal primo comma procura a taluno una somma di denaro od altra utilità facendo dare o promettere, a sé o ad altri, per la mediazione, un compenso usurario.*

La legge stabilisce il limite oltre il quale gli interessi sono sempre usurari.

Sono altresì usurari gli interessi, anche se inferiori a tale limite, e gli altri vantaggi o compensi che, avuto riguardo alle concrete modalità del fatto e al tasso medio praticato per operazioni similari, risultano comunque sproporzionati rispetto alla prestazione di denaro o di altra utilità, ovvero all'opera di mediazione, quando chi li ha dati o promessi si trova in condizioni di difficoltà economica o finanziaria. Per la determinazione del tasso di interesse usurario si tiene conto delle commissioni, remunerazioni a qualsiasi titolo e delle spese, escluse quelle per imposte e tasse, collegate alla erogazione del credito. (...)”.

L'art. 2 della predetta legge inoltre stabilisce che: *“Il Ministro del Tesoro, sentiti la Banca d'Italia e l'Ufficio italiano dei cambi⁸⁷, rileva trimestralmente il tasso effettivo globale medio, comprensivo di commissioni, di remunerazioni a qualsiasi titolo e spese, escluse quelle per imposte e tasse, riferito ad anno, degli interessi praticati dalle banche e dagli intermediari finanziari iscritti negli elenchi tenuti dall'Ufficio italiano dei cambi e dalla Banca d'Italia ai sensi degli articoli 106 e 107 del decreto*

⁸⁶ Sinesio D., *Interessi pecuniari tra autonomia e controlli*, Giuffrè, Milano, 1989.

⁸⁷ Con d.lgs.vo 21 novembre 2007 n. 231 in vigore dal 1° gennaio 2008 è stata disposta la soppressione dell'Ufficio Italiano Cambi.

legislativo 1 settembre 1993, n. 385, nel corso del trimestre precedente per operazioni della stessa natura. I valori medi derivanti da tale rilevazione, corretti in ragione delle eventuali variazioni del tasso ufficiale di sconto successive al trimestre di riferimento, sono pubblicati senza ritardo nella Gazzetta Ufficiale.

La classificazione delle operazioni per categorie omogenee, tenuto conto della natura, dell'oggetto, dell'importo, della durata, dei rischi e delle garanzie è effettuata annualmente con decreto del Ministro del Tesoro, sentiti la Banca d'Italia e l'Ufficio italiano dei cambi e pubblicata senza ritardo nella Gazzetta Ufficiale.

(...) Il limite previsto dal terzo comma dell'articolo 644 del codice penale, oltre il quale gli interessi sono sempre usurari, è stabilito nel tasso medio risultante dall'ultima rilevazione pubblicata nella Gazzetta Ufficiale ai sensi del comma relativamente alla categoria di operazioni in cui il credito è compreso, aumentato della metà⁸⁸. “.

Il tasso medio o TEGM (Tasso Effettivo Globale medio) come indicato nell'art. 2, 1° comma, della legge n. 108 del 1996 si configura, dunque, come un parametro di riferimento certo e unico rilevato con una periodicità trimestrale dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, finalizzato a determinare il limite di usurarietà del costo complessivo delle operazioni poste in essere da tutti i soggetti abilitati alla concessione dei prestiti.

Alla luce delle norme sopra richiamate, qualora gli interessi convenuti nell'ambito di un contratto di mutuo possano reputarsi superiori al TEGM, le conseguenze civilistiche previste dall'art. 1815 del c.c., comma 2°, consistono nella nullità della clausola che prevede la pattuizione usuraria e la conseguente non debenza della prestazione debitoria e cioè degli interessi, e dunque la trasformazione di fatto del mutuo da oneroso a gratuito.

Si rammenta che prima della legge n. 108 del 1996, l'art. 1815, comma 2°, del c.c. prevedeva la nullità della clausola e la sostituzione degli interessi usurari con gli interessi legali. Inoltre, sempre nei primi anni di applicazione della suddetta disciplina la dottrina non era unanime nell'estendere la sanzione civilistica prevista a carico del

⁸⁸ A partire dal 14 maggio 2011, data dell'entrata in vigore del D.L. n. 70/2011 (convertito in legge il 12 luglio 2011 n. 106), i tassi soglia sono invece determinati aumentando il tasso medio di un quarto e aggiungendo ulteriori quattro punti percentuali.

creditore che pattuisce interessi usurari nei contratti di mutuo anche a tutte le altre forme di finanziamento.

Brescia Morra, Morera⁸⁹, sostengono infatti che ai contratti diversi dal mutuo non sia estendibile l'art. 1815, comma 2° in quanto norma eccezionale, ma che le clausole contenenti interessi superiori al tasso soglia siano nulle per contrarietà alle norme imperative e che di conseguenza, ex artt. 1339 e 1419 comma 2° c.c., le stesse debbano essere sostituite dalla previsione di interessi equivalenti, ossia dal tasso di interesse minimo dei buoni ordinari del tesoro annuali emessi nei dodici mesi precedenti la conclusione del contratto, a norma dell'art. 117 del TUB.

Tuttavia nel corso degli anni si è consolidato un orientamento sia della dottrina, sia della giurisprudenza a favore della piena estensione ai contratti di finanziamento, diversi dal mutuo, della sanzione civilistica prevista dall'art. 1815⁹⁰.

Non mancano comunque pronunce e autori che sostengono invece la sostituzione nell'ambito dei contratti di finanziamento diversi dal mutuo del tasso usurario con il tasso soglia⁹¹.

2.1 La disciplina nell'ipotesi di usurarietà sopravvenuta

L'introduzione di una nuova normativa ha generato alcuni problemi interpretativi, in merito all'applicabilità della stessa ai rapporti anteriormente sorti ma ancora in corso, poiché il regime transitorio prescritto dalla stessa legge n. 108 del 1996 fa solo

⁸⁹ C. Brescia Morra, U. Morera., *L'impresa bancaria, l'organizzazione e il contratto*, Edizione Scientifiche Italiane, Ottobre, 2006.

⁹⁰ In questo senso, Riccio A., *Ancora sull'usurarietà sopravvenuta*, in *Contratti e Imprese*, 2003; Inzitari B., *Il mutuo con riguardo al tasso soglia dalla disciplina antiusura alla divieto di anatocismo*, in *BBTC*, 1999, 3, Porzio M., *la disciplina generale dei contratti bancari*, in *I contratti delle banche* a cura di Angelici, Belli, Greco, Porzio, Farina, Utet, Torino, 2006. Trib. di Latina 26 agosto 2002, in *Dir. Fall.*, 2003. Cass. 12 luglio 2007, n. 15621, in *Mass. Giustizia Civile*, 2007, 9. Da ultimo Tribunale di Padova del 12 agosto 2014, in http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/ban.php?id_cont=11365.php.

⁹¹ Giorgianni F., Tardivo C.M., *Manuale di diritto bancario*, Milano 2005, p.279; App. Milano 10 maggio 2002, in *Giur. It.*, 2003 I; Tribunale di Monza 22 aprile 2003, *Giur. Merito*, 2004, I. Da ultimo, Tribunale di Torino 31 ottobre 2014, in http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/ban.php?id_cont=11626.php, nota di Aldo Angelo Dolmetta.

riferimento ai contratti conclusi nel periodo compreso tra l'entrata in vigore della legge e la prima rilevazione del TEGM⁹².

Inoltre, un'ulteriore rilevanza ha assunto la questione dell'illiceità o meno delle clausole di contratti stipulati dopo la riforma, inizialmente ad un tasso non usurario ma divenuto successivamente tale per l'eventuale riduzione del tasso soglia nel corso delle rilevazioni.

Meruzzi⁹³ distingue tra contratti stipulati dopo l'entrata in vigore della riforma ma divenuti usurari successivamente per variazioni del tasso soglia, i quali saranno colpiti in presenza di interessi usurari in via sopravvenuta tanto dalla sanzione penale quanto da quella civile dell'art. 1815, e i contratti stipulati anteriormente alla nuova normativa e divenuti usurari dopo quest'ultima, anche per le rilevazioni successive alla prima, in tal caso non potrebbe configurarsi nessuna sanzione penale per l'essere l'art. 644, comma 1, c.p. non applicabile ai rapporti sorti prima della sua entrata in vigore, ma gli interessi corrisposti successivamente superiori ai tassi soglia potrebbero essere ripetuti ex art 1815, 2° comma c.c..

La dottrina e la giurisprudenza sono invece concordi nell'escludere l'utilizzabilità della normativa per rapporti già esauriti al momento dell'entrata in vigore della legge n. 108 del 1996 e perciò anche la ripetibilità degli stessi interessi⁹⁴.

Si rammenta ancora Inzitari⁹⁵, il quale ritiene che qualora il contratto di mutuo non è usurario nel momento in cui è stato stipulato, non potrebbero applicarsi *tout court* le sanzioni penali e civili in materia di usura, per cui il mutuante avrebbe ancora diritto ad ottenere, dopo la rilevazione che ha reso usurario il tasso in via sopravvenuta, il pagamento degli interessi nella misura non superiore al tasso soglia. Un filone giurisprudenziale, invece, ritiene che a poter essere colpito dalla sanzione di nullità sia solo il singolo pagamento di interessi sopra soglia e non la clausola stipulata quando il tasso era legale⁹⁶.

⁹² G. Visentini, op. cit.

⁹³ G. Meruzzi, *Il contratto usurario tra nullità e rescissione*, Contr. Impresa, 1999.

⁹⁴ Cassazione, 4 aprile 2003 n. 5324, in Massime giustizia civile, 2003; Cass. 2 febbraio 200, n. 1126, in *Cont.r* 2000.

⁹⁵ B. Inzitari, *Profili del diritto delle obbligazioni*, CEDAM, Padova, 2000.

⁹⁶ Trib. di Roma 10 luglio 1998, in Foro.it, 1999, c. 343.

Tuttavia, la questione della applicabilità della normativa nell'ipotesi di usurarietà sopravvenuta è stata alquanto controversa e vista la rilevanza economica della suddetta problematica è stato emanato il D.l. 29 dicembre 2000 n. 394 (convertito nella legge del 28 febbraio 2001, n. 24) il quale ha individuato come momento rilevante ai fini della valutazione di usurarietà del tasso quello in cui gli interessi siano stati promessi o convenuti. Inoltre, ponendosi come provvedimento di interpretazione autentica, il decreto ha sancito l'applicabilità di tale criterio valutativo sin dall'entrata in vigore della legge n. 108 del 1996.

Da ciò discende, dunque, che la pretesa di interessi superiori al tasso soglia vigente al momento della richiesta in contratti stipulati anteriormente all'entrata in vigore della riforma del 1996 risulta legittima. Analogamente risultano legittimi i contratti di mutuo con tassi di interesse divenuti usurari per effetto della riduzione del tasso soglia in rilevazioni successive.

Il decreto, tuttavia, ha sancito la sostituzione nei contratti di mutuo contenenti clausole di corresponsione di interessi che risultino usurari al momento dell'entrata in vigore del decreto legge (31 dicembre 2000) e con riferimento alle rate successive alla medesima data, del tasso contrattualmente previsto con un tasso individuato dal decreto o quello più favorevole liberamente determinato dalle parti.

Per i contratti stipulati successivamente alla data di entrata in vigore della legge n. 106 del 1996 con tassi superiori a quello soglia, invece, si applicano le sanzioni penali e civili di cui agli artt. 644 del c.p. e 1815 comma 2° c.c..

Tuttavia un filone della giurisprudenza successiva al suddetto intervento normativo riterrebbe che tale interpretazione varrebbe solo per il contratto di mutuo, per cui l'usura sopravvenuta sarebbe ancora configurabile con riferimento agli altri contratti, in particolare per l'apertura di credito regolata in conto corrente e per lo scoperto fuori fido. Per tali contratti si riproporrebbe la varietà di soluzioni prospettate precedentemente all'intervento del legislatore dalla dottrina e dalla giurisprudenza⁹⁷.

⁹⁷ G. Visentini, op. cit.

3. Il significato del Tasso effettivo globale medio

Il tasso medio o Tasso Effettivo Globale Medio considerato nella legge sull'usura n. 108 del 1996, riprende la formula del TAEG (Tasso Annuo Effettivo Globale), introdotto come parametro di riferimento per le operazioni di credito al consumo dall'art. 19⁹⁸ della legge n. 142/1992 di recepimento della Direttiva 87/102/CEE in materia di credito al consumo. Il TAEG secondo la suddetta disposizione legislativa afferisce al costo totale del credito per il consumatore espresso in percentuale annua del credito concesso e comprensivo degli interessi e degli oneri. Tali disposizioni determinano il tasso in concreto applicato alla clientela facendo riferimento sia agli interessi sia a tutti gli oneri e spese, rapportandoli all'ammontare di credito effettivamente erogato, secondo la seguente formula:

$$TAEG = \frac{(Interessi + Oneri) \times 365}{Numeri_debitori} \times 100$$

Nel marzo del 2003, la delibera del CICR detta le prime disposizioni di carattere generale in materia di trasparenza delle condizioni contrattuali delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. In tali disposizioni⁹⁹, rivolte alla generalità degli utenti bancari, viene introdotto l'ISC (Indice Sintetico di Costo), che assume un significato ed una metodologia di calcolo del tutto analoghi al TAEG come definiti dalla direttiva comunitaria.

Sino al marzo 2003, invece, in assenza della Delibera del CICR, hanno continuato a trovare applicazione, ai sensi dell'art. 161, commi 2 e 5, del TUB, il menzionato art. 19, comma 2, L. n. 142/92 e il Decreto del Ministro del Tesoro 8 luglio 1992, che all'art. 2 indicava le metodologie di calcolo del TAEG quale indicatore sintetico convenzionale del costo totale del credito prevedendo per le operazioni di finanziamento che: Il tasso annuo effettivo globale (TAEG) è il tasso che rende uguale, su base annua, la somma

⁹⁸ In particolare l'art 19 della legge n. 142/1992, che recepisce la Direttiva menzionata, demanda al CICR la fissazione delle modalità di calcolo del TAEG, e quindi l'individuazione degli elementi da computare in esso.

⁹⁹ La cui attuazione è rimessa alla Banca d'Italia.

del valore attuale di tutti gli importi che compongono il finanziamento erogato dal creditore alla somma del valore attuale di tutte le rate di rimborso. Il TAEG esprime, in termini percentuali rispetto al capitale erogato, il costo totale effettivo del credito a carico del consumatore, includendo oneri diversi e ulteriori rispetto al tasso di interesse che il consumatore dovrebbe corrispondere alle banche e agli intermediari finanziari ove decidesse di concludere il contratto. Ad esempio: oltre al rimborso del capitale e il pagamento degli interessi, sono inclusi¹⁰⁰:

- a. le spese di istruttoria e apertura della pratica di credito;
- b. le spese per le assicurazioni, o garanzie imposte dal creditore, intese ad assicurargli il rimborso totale o parziale del credito in caso di morte, invalidità o infermità del finanziato;
- c. le spese di riscossione dei rimborsi e di incasso delle rate, se stabilite dal creditore;
- d. il costo dell'attività di mediazione svolta da un terzo, se necessaria per l'ottenimento del credito;
- e. le altre spese contemplate dal contratto.

Sono invece escluse:

- a. le somme che il consumatore deve pagare per l'inadempimento di un qualsiasi obbligo contrattuale, inclusi gli interessi di mora;
- b. le spese diverso dal prezzo di acquisto a carico del consumatore indipendentemente che si tratti di un acquisto in contanti o a credito;
- c. le spese di trasferimento fondi e di tenuta di un conto destinato a ricevere gli importi dovuti al consumatore, purché questi disponga di una ragionevole libertà di scelta e le spese non siano anormalmente elevate;
- d. le quote di iscrizione ad enti collettivi, derivanti da accordi distinti dal contratto di credito anche se incidenti sulle condizioni di esso.

¹⁰⁰ R. Marcelli "Il Taeg e Il Teg analogie e differenze", febbraio 2009 in <http://www.pasvim.it/portale/attachments/article/128/TAEG%20e%20TEG%20%20Studio%20Marcelli%20-%202009.02.24.pdf>.

La Banca d'Italia, pur senza averne avuto espressa delega dal legislatore se non sino all'entrata in vigore del decreto Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 117 del 3 febbraio 2011, come esplicitamente previsto dall'art. 3¹⁰¹, ha proceduto ad emanare, sin dall'introduzione della legge n. 108 del 1996, proprie Istruzioni per la rilevazione del tasso effettivo globale medio ai sensi della legge sull'usura. In particolare si osserva che l'Organo di Vigilanza ha previsto accanto alla formula del TAEG indicata dalla legge sull'usura quella del TEG (Tasso effettivo globale). In altre parole sebbene la Banca d'Italia abbia dichiarato esplicitamente nelle Istruzioni del 1996¹⁰² che la formula del TEG sia analoga a quella del TAEG, come previsto dalla normativa, in realtà come si dirà appresso le due formule non sono sovrapponibili, ossia non possono ritenersi identiche¹⁰³.

In primo luogo, si osserva che mentre il TAEG è riferito al credito ed indica *ex ante* il costo globale dello stesso, ai fini di una preventiva informazione del contraente che sta per sottoscrivere un finanziamento e vuole conoscere il costo complessivo dell'operazione, il TEG é, invece, il tasso effettivo globale, su base annuale, segnalato *ex post* dagli intermediari finanziari alla Banca d'Italia, ai fini della determinazione delle soglie d'usura previste dalla legge n. 108/96. Dall'aggregazione statistica dei TEG segnalati dagli intermediari, viene determinato il TEGM, Tasso Effettivo Globale Medio, per ciascuna delle categorie indicate dal Ministro dell'Economia: tale valore, aumentato della metà, viene a costituire la soglia d'usura, oltre la quale si applicano le sanzioni previste dall'art. 644 c.p.¹⁰⁴.

In secondo luogo, gli oneri e le spese da includere nel calcolo del TEG non risultano esattamente coincidenti con gli oneri e le spese previsti per il TAEG dalla disciplina del credito al consumo.

Sono, infatti, inclusi dal calcolo del TEG:

¹⁰¹ Art. 3: " Ai sensi dell'articolo 121, comma 3, del TUB, la Banca d'Italia stabilisce le modalità di calcolo del TAEG in conformità dell' articolo 121, comma 2, del TUB, dell'articolo 19 e dell'allegato I della direttiva 2008/48/CE.

¹⁰² Istruzioni per le rilevazione del tasso effettivo globale medio ai sensi della legge sull'usura (1996) e successivi aggiornamenti in www.bancaditalia.it/statistiche/raccolta-dati/segnalazioni/normativa-segnalazioni/istruzioni_usura.pdf.

¹⁰³ B. Inzitari, P. Dagna, *Commissioni e spese nei contratti bancari*, op. cit.

¹⁰⁴ R. Marcelli, *Il Taeg e Il Teg analogie e differenze*, op. cit.

- a. le spese di istruttoria e/o revisione del finanziamento;
- b. le spese di chiusura della pratica;
- c. le spese di riscossione dei rimborsi o di incasso delle rate fissate dal creditore;
- d. il costo della mediazione per l'ottenimento del finanziamento;
- e. le spese per l'assicurazione e garanzie imposte dal creditore, intese ad assicurare il rimborso totale o parziale del creditore;
- f. ogni altra spesa contrattualmente prevista.

Sono invece esclusi dal calcolo del TEG, i seguenti oneri:

- a. le imposte e le tasse;
- b. il recupero delle spese, anche di terzi (perizie certificati camerali, spese postali);
- c. le spese legali ed assimilate (visure catastali, iscrizioni ai pubblici registri, spese notarili);
- d. gli oneri applicati al cliente indipendentemente dalla circostanza che si tratti di rapporti di finanziamento o di deposito;
- e. gli interessi di mora e gli oneri assimilabili contrattualmente previsti in caso di inadempienza;
- f. gli addebiti per tenuta conto, e per servizi accessori (spese di custodia pegno ecc.).

Si osserva, dunque, che le spese incluse ed escluse dal calcolo pur essendo simili non risultano coincidenti.

La diversa finalità e il diverso momento temporale di rilevazione non consentono di poter concludere per una effettiva coincidenza tra il TEG ed il TAEG¹⁰⁵.

4. Le Istruzioni della Banca d'Italia

L'ulteriore complicazione deriva dal fatto che la Banca d'Italia distingue due diverse tipologie di calcolo del TEG a seconda della categoria di appartenenza del credito.

¹⁰⁵ R. Marcelli "Il Taeg e Il Teg analogie e differenze", op. cit.

Per le categorie denominate: Credito personale, Credito finalizzato, Leasing, Mutui, altri finanziamenti a breve e a medio/lungo termine, la formula per il TEG è eguale a quella del TAEG:

$$\sum_{k=1}^{k=m} \frac{A_k}{(1+i)^{t_k}} = \sum_{k'=1}^{k'=m'} \frac{A'_{k'}}{(1+i)^{t_{k'}}}$$

dove:

- i è il TEG annuo, che può essere calcolato quando gli altri termini dell'equazione sono noti nel contratto;
- K è il numero d'ordine di un "prestito";
- K' è il numero d'ordine di una "rata di rimborso";
- A_k è l'importo del "prestito" numero K ;
- $A'_{k'}$ è l'importo della "rata di rimborso" numero K' ;
- m è il numero d'ordine dell'ultimo "prestito";
- m' è il numero d'ordine dell'ultima "rata di rimborso";
- t_k è l'intervallo espresso in anni e frazioni di anno tra la data del "prestito" n.1 e le date degli ulteriori "prestiti" da 2 a m ;
- $t_{k'}$ è l'intervallo espresso in anni e frazioni di anni tra la data del "prestito" n.1 e le date delle "rate di rimborso" da 1 a m' .

Per "rata di rimborso" si intende ogni pagamento a carico del cliente relativo al rimborso del capitale, degli interessi e degli oneri inclusi di cui al punto C4.

Per "prestito" si intende ciascuna erogazione eseguita dal creditore per effetto di uno stesso contratto.

Si osserva che il TAEG costituisce un tasso diverso dal TAN (Tasso Annuale Nominale): quest'ultimo è più semplicemente il tasso di interesse applicato ad un finanziamento e, non tenendo conto né dell'eventuale capitalizzazione infrannuale, né degli altri costi che intervengono nel finanziamento stesso, non corrisponde all'effettivo tasso corrisposto dal cliente.

In matematica finanziaria esiste una formula che consente di mettere in relazione il TAN fissato in contratto con il TAEG, ed è la seguente:

$$TAEG = \left\{ \left(1 + \frac{TAN}{k} \right)^k - 1 \right\} \times 100$$

dove

i_{TAN} è il tasso nominale annuale;

k è il numero di rate annue.

La suddetta formula finanziaria consente, dunque, il passaggio dal tasso nominale (TAN) al tasso effettivo (TAEG).

Per le rimanenti categorie di operazioni: aperture di credito in c/c, finanziamenti per anticipi su crediti e documenti e sconto di portafoglio commerciale, credito revolving e factoring, la formula per il calcolo del TEG prevista dalle Istruzioni della Banca d'Italia del settembre 1996 e nei successivi aggiornamenti, sino alle Istruzioni introdotte nell'agosto 2009, è la seguente:

$$TAEG = \frac{Interessi \times 365}{Numeri_debitori} \times 100 + \frac{Oneri}{Accordato} \times 100$$

Ove:

- Interessi. Gli interessi sono rappresentati dalle competenze di pertinenza del trimestre di riferimento, incluse quelle derivanti da maggiorazioni di tasso applicate in occasione di sconfinamenti rispetto al fido accordato, in relazione al tasso di interesse annuo applicato.
- Numeri debitori. I numeri debitori sono dati dal prodotto tra i "capitali" a debito ed i "giorni".
- Oneri. Ai sensi della legge il calcolo deve tener conto delle commissioni, remunerazioni a qualsiasi titolo e delle spese, escluse quelle per imposte e tasse, collegate all'erogazione del credito. In particolare nell'analisi devono essere considerate le spese relative ai diritti di istruttoria inerenti l'esame delle pratiche di affidamento, oltre alle spese di chiusura e di liquidazione addebitate con cadenza periodica sugli estratti conto.

- Accordato. Per accordato si intende “fido accordato”, ovvero l’ammontare del fido utilizzabile dal cliente in quanto riveniente da un contratto perfetto ed efficace, in mancanza della suddetta indicazione e nell’ipotesi di scoperti di conto corrente preventivamente autorizzati le Istruzioni prevedono di adottare il massimo saldo debitore registrato nel corso del trimestre.

In merito al trattamento degli oneri e delle spese al punto c4 delle suddette Istruzioni è espressamente indicato che sono incluse:

- 1) le spese di istruttoria e di revisione del finanziamento (per il factoring le spese di "istruttoria cedente");
- 2) le spese di chiusura della pratica (per il leasing le spese forfetarie di "fine locazione contrattuale").

Le spese di chiusura o di liquidazione addebitate con cadenza periodica, in quanto diverse da quelle per tenuta conto, rientrano tra quelle incluse nel calcolo del tasso;

- 3) le spese di riscossione dei rimborsi e di incasso delle rate, salvo quanto stabilito al successivo punto b);
- 4) il costo dell’attività di mediazione svolta da un terzo, se necessaria per l’ottenimento del credito;
- 5) le spese per le assicurazioni o garanzie, imposte dal creditore, intese ad assicurare al medesimo il rimborso totale o parziale del credito.

Le spese per assicurazioni e garanzie non sono ricomprese quando derivino dall’esclusivo adempimento di obblighi di legge. Nelle operazioni di prestito contro cessione del quinto dello stipendio e assimilate indicate nella Cat. 8 le spese per assicurazione in caso di morte, invalidità, infermità o disoccupazione del debitore non rientrano nel calcolo del tasso purché siano certificate da apposita polizza;

- 5) ogni altra spesa contrattualmente prevista connessa con l’operazione di finanziamento. Si considerano non connessi con l’operazione, con riferimento al factoring e al leasing, i compensi per prestazioni di servizi di natura non finanziaria.

Sono esclusi:

- a) le imposte e tasse;
- b) le spese e gli oneri di cui ai successivi punti per la parte in cui non eccedano il costo effettivamente sostenuto dall'intermediario:

- il recupero di spese, anche se sostenute per servizi forniti da terzi (ad es. perizie, certificati camerali, spese postali, spese custodia pegno; nel caso di sconto di portafoglio commerciale, le commissioni di incasso di pertinenza del corrispondente che cura la riscossione);
- le spese legali e assimilate (ad es. visure catastali, iscrizione nei pubblici registri, spese notarili, spese relative al trasferimento della proprietà del bene oggetto di leasing, spese di notifica, spese legate all'entrata del rapporto in contenzioso);
- gli oneri applicati al cliente indipendentemente dalla circostanza che si tratti di rapporti di finanziamento o di deposito (ad es. nel caso di apertura di conti correnti, gli addebiti per tenuta conto e quelli connessi con i servizi di incasso e pagamento);

c) gli interessi di mora e gli oneri assimilabili contrattualmente previsti per il caso di inadempimento di un obbligo.

Viene inoltre stabilito che le commissioni di massimo scoperto sono rilevate separatamente ed espresse in termini percentuali.

Sulla base di quanto sopra, appare doverosa la segnalazione di due problematiche:

- 1) l'una inerente l'esclusione dal calcolo del TEG della commissione di massimo scoperto (di seguito anche "CMS"), anch'essa da reputarsi a tutti gli effetti un onere;
- 2) l'altra relativa all'esclusione dalla disciplina in esame degli eventuali interessi di mora da corrispondere all'intermediario finanziario in caso di ritardo o mancato pagamento.

Come è facile osservare, inoltre, la formula del TEG proposta dalle Istruzioni si discosta dalla formula indicata nella Direttiva in materia di credito al consumo, in quanto per il calcolo del TAEG tutti gli elementi di costo vengono rapportati ai numeri debitori, mentre nella formula del TEG solo alcuni elementi (gli interessi) sono rapportati ai numeri debitori, mentre altri elementi (oneri) vengono rapportati all'ammontare del fido concesso.

In secondo luogo, mentre nella formula del TAEG la CMS è ricompresa tra gli oneri, dalla formula di calcolo del TEG delle Istruzioni della Banca d'Italia, la CMS viene invece esclusa, in quanto, rilevata separatamente.

5. L'usurarietà della Commissione di Massimo Scoperto

La commissione di massimo scoperto costituisce indubbiamente un costo aggiuntivo del credito ma non risulta inclusa, almeno sino al 1° gennaio 2010, nella rilevazione ai fini della determinazione del tasso soglia. In base alle Istruzione della Banca d'Italia del settembre 1996 e nei successivi aggiornamenti, sino alle Istruzioni introdotte nell'agosto 2009, infatti, tra gli Oneri non va ricompresa la commissione di massimo scoperto, la cui soglia viene rilevata separatamente. Si osserva, dunque, che la formula del TEG si pone in palese contraddizione con il dettato letterale dell'art 644 del c.p.¹⁰⁶ che si riferisce ad un tasso effettivo comprensivo di tutte le spese connesse all'erogazione del credito, ivi inclusa la CMS.

D'altra parte alcuni autori¹⁰⁷ hanno ritenuto fondata l'esclusione dalle rilevazioni operate dalla Banca d'Italia della commissione di massimo scoperto considerando la stessa tra gli oneri e le spese escluse per legge. La ragione risiederebbe nelle diverse modalità di calcolo della stessa e dunque sarebbe finalizzata ad evitare che l'usurarietà del tasso possa dipendere dal comportamento degli stessi utenti bancari.

¹⁰⁶ Art 644 c.p. *“Per la determinazione del tasso di interesse usurario si tiene conto delle commissioni, remunerazioni a qualsiasi titolo e delle spese, escluse quelle per imposte e tasse, collegate alla erogazione del credito”.*

¹⁰⁷ P. Ferro Luzzi: *Ci risiamo. (A proposito dell'usura e della commissione di massimo scoperto)*, in *Giurisprudenza commerciale : società e fallimento*, 33 (2006).

Il fatto di essere calcolata sulla massima esposizione debitoria raggiunta dal cliente nel periodo di riferimento ha indotto la dottrina maggioritaria a considerarla come un onere volto a remunerare la banca, non tanto per la disponibilità accordata al cliente, quanto piuttosto per il credito da questi effettivamente utilizzato, il cui godimento è, però, già ricompensato dalla corresponsione degli interessi. Si è posto, dunque, il problema di comprendere se, ed in quali termini, la CMS fosse un onere giustificabile o se non fosse, piuttosto, un onere che dal punto di vista funzionale sia da considerare come un ulteriore addebito di interessi corrispettivi rispetto a quelli convenzionalmente previsti per l'utilizzo dell'apertura di credito.

La diversa funzione svolta nel contratto di conto corrente bancario dagli interessi da un lato e dalla CMS dall'altro viene ben evidenziata nella sentenza del tribunale di Cassino del 29 ottobre 2004¹⁰⁸: *“qualora il contratto di conto corrente contempli la corresponsione di interessi ultralegali, il debito per saldo passivo del conto continua ad essere regolato dalla suddetta clausola anche per il periodo successivo al recesso di banca. Non è invece più dovuta con riferimento a detto periodo la c.d. commissione di conto (Appello Catania, 15 settembre 1987). Ed infatti la commissione di massimo scoperto che viene applicata al massimo saldo dare del cliente, nell'ambito del sinallagma contrattuale è destinata ad operare su di un piano diverso rispetto agli interessi, costituendo la controprestazione per il rischio crescente che la banca si assume in proporzione all'ammontare d'utilizzo dei fondi”*.

Peraltro, si rammenta la Corte d'Appello di Lecce che con sentenza del 27 giugno 2000¹⁰⁹, offre un'ulteriore interpretazione giustificativa alla suddetta clausola: *“la messa a disposizione di una riserva liquida al cliente comporta un sicuro onere per l'istituto di credito che è comunque costretto, a prescindere dal concreto utilizzo da parte dei clienti, a tenere a disposizione una certa giacenza liquida con corrispondente incremento del costo di gestione della propria tesoreria”*.

¹⁰⁸ Sentenza del tribunale di Cassino del 29 ottobre 2004 in: <http://www.altalex.com/index.php?idnot=1276>.

¹⁰⁹ Sentenza Corte d'Appello di Lecce del 27 giugno 2000 in http://www.studiomarcelli.com/fileadmin/StudioMarcelli_documenti/Anatocismo/Sentenze/tribunale/lecce.pdf

Si può dunque osservare che sin dall'entrata in vigore della legge antiusura la CMS ha goduto di una sorta di area di impunità, in quanto la stessa non essendo inclusa nel calcolo del tasso effettivo, non poteva essere ricompresa tra gli "Oneri" della formula sopra indicata, in quanto non sarebbe stato accettabile operare un confronto tra grandezze eterogenee in quanto il TEG medio aumentato della metà (tasso soglia), non la include. In tali circostanze, dunque, le corti di merito, solo nell'ipotesi di indeterminazione della stessa l'hanno giudicata nulla e disposto la restituzione ai correntisti delle somme illegittimamente pretese dagli intermediari bancari.

5.1 La metodologia di calcolo prevista dalla Circolare della Banca d'Italia

A seguito, dunque, dei numerosi problemi interpretativi, soprattutto incontrati dalle autorità giudiziarie nei molteplici contenziosi aditi da imprese e privati ed emersi dall'applicazione della legge anti usura, nel dicembre 2005 la Banca d'Italia ha emanato una circolare (nota n. 1166966) avente ad oggetto la "Commissione di massimo scoperto" finalizzata dunque ad assicurare l'univocità dei comportamenti da parte degli operatori e la confrontabilità tra il tasso effettivo in concreto applicato al rapporto e la relativa soglia di legge. Con la suddetta circolare, dunque, giustifica la separata rilevazione del TEG e della CMS in funzione del fatto che la base di calcolo è diversa: infatti per gli interessi bisogna considerare l'effettivo utilizzo trimestrale del capitale (prodotto dai saldi per i giorni) mentre per la CMS bisogna considerare il massimo saldo debitore. Essa dunque precisa che *"la verifica del rispetto delle "soglie" di legge da parte di ciascun intermediario richiede:*

- 1. il calcolo del tasso in concreto praticato - sommando gli interessi rapportati ai numeri debitori e gli oneri in percentuale sull'accordato, secondo le metodologie indicate al punto C3 - e il raffronto di tale tasso con la relativa soglia di legge;*
- 2. il confronto tra l'ammontare percentuale dalla CMS praticata e l'entità massima della CMS applicabile (c.d. CMS soglia), desunta aumentando del 50% l'entità della CMS media pubblicata nelle tabelle".*

Tenendo conto che *"l'applicazione di commissioni che superano l'entità della "CMS soglia" non determina, di per sé, l'usurarietà del rapporto, che va invece desunta da una valutazione complessiva delle condizioni applicate"*.

A tal fine, per ciascun trimestre, l'importo della CMS percepita in eccesso va confrontato con l'ammontare degli interessi (ulteriori rispetto a quelli in concreto praticati) che la banca avrebbe potuto richiedere fino ad arrivare alle soglie di volta in volta vigenti ("margine"). Qualora l'eccedenza della commissione rispetto alla "CMS soglia" sia inferiore a tale "margine" è da ritenere che non si determini un supero delle soglie di legge.

Tuttavia la giurisprudenza di merito si è più volte interrogata sulla legittimità del meccanismo della c.d. CMS soglia elaborata dalla Banca d'Italia e indicata nella Circolare del dicembre 2005, in particolare il Tribunale di Verona nella sentenza del 21 settembre 2007¹¹⁰, pur riconoscendo una diversità oggettiva tra la componente interessi e la componente individuata dalla commissione di massimo scoperto afferma che: *"il tasso soglia non può essere calcolato solo rispetto ad una delle due voci, perché appunto occorre tener conto, proprio in forza dell'art. 644 del c.p., anche dell'altra"*, e pertanto riconosce come corretto l'unico metodo di calcolo che il legislatore, sebbene non direttamente ma tramite un decreto ministeriale trimestrale, dunque una fonte amministrativa, legittima.

In questo senso anche la sentenza n. 1732 del 27/11/2007 del Tribunale di Palmi¹¹¹ in materia di C.M.S., ha ritenuto che l'art. 644, co. 4, c.p. imponesse di considerarla come elemento potenzialmente produttivo di usura. Tuttavia, secondo il Giudice, la C.M.S. era da includere in un calcolo differenziato rispetto a quello del T.E.G., assumendo rilevanza penale qualora superasse il valore medio della stessa C.M.S. rilevato nei decreti ministeriali aumentati della metà.

¹¹⁰ Sentenza del Tribunale di Verona del 21/10/2007 in <http://www.altalex.com/index.php?idnot=64455>

¹¹¹ Sentenza del Tribunale di Palmi del 27/11/2007 in <http://www.altalex.com/index.php?idnot=65096>.

5.2 La rilevanza della CMS ai fini del superamento del tasso soglia ai sensi della legge n. 2 del 2009

La suddetta problematica appare formalmente ma non definitivamente risolta con l'intervento del legislatore, che nel 2° comma dell'art. 2 bis della legge n. 2/09, prescrive esplicitamente che gli interessi, le commissioni e le provvigioni derivanti da clausole comunque denominate, sono rilevanti ai fini dell'applicazione dell'articolo 1815 del c.c., dell'articolo 644 del c.p. e degli articoli 2 e 3 della legge del 7 marzo 1996 n. 108.

Le nuove disposizioni per la rilevazione del TEG medio, emanate nel mese di agosto 2009 dalla Banca d'Italia¹¹², recepiscono il dettato legislativo, includendo nel calcolo del TEG sia le commissioni commisurate all'utilizzo, sia la remunerazione per la messa a disposizione dei fondi, che vengono conteggiate tra gli "oneri" e rapportate al "fido accordato".

I criteri inerenti le nuove *"Istruzioni per la rilevazione dei tassi effettivi globali medi ai sensi della legge sull'usura"*, pubblicate in G.U. 29/08/2009 sono entrati in vigore il 1 Gennaio 2010, e dunque secondo l'Organo di Vigilanza sarebbero applicabili ai rapporti oggetto delle controversie solo a partire dall'01/01/2010.

A tal proposito le stesse Istruzioni dettano le norme transitorie per il periodo 1 Luglio – 31 Dicembre 2009, in cui si illustra che *"fino al 31 dicembre 2009, al fine di verificare il rispetto del limite oltre il quale gli interessi sono sempre usurari ai sensi dell'articolo 2, comma 4, della legge 7 marzo 1996, n. 108, gli intermediari devono attenersi ai criteri indicati nelle Istruzioni della Banca d'Italia e dell'UIC pubblicate rispettivamente nella G.U. n. 74 del 29 marzo 2006 e n. 102 del 4 maggio 2006.*

Nel periodo transitorio restano pertanto esclusi dal calcolo del TEG per la verifica del limite di cui al punto precedente (ma vanno inclusi nel TEG per l'invio delle segnalazioni alla Banca d'Italia):

¹¹² Istruzioni per la rilevazione dei tassi effettivi globali medi ai sensi della legge sull'usura (agosto 2009) in http://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/contrasto-usura/cusu-istr-tassi/Istr_usura_ago_09-istruzioni.pdf.

- a) la CMS e gli oneri applicati in sostituzione della stessa, come previsto dalla legge n. 2 del 2009;
- b) gli oneri applicati alla clientela per i passaggi a debito di conti non affidati, fino a concorrenza delle spese addebitate ai clienti per la liquidazione trimestrale dei conti affidati;
- c) gli oneri assicurativi imposti per legge direttamente a carico del cliente (anche per il tramite dell'intermediario)".

Il chiaro tenore letterale del comma IV dell'art. 644 c.p. (secondo il quale per la determinazione del tasso di interesse usurario si tiene conto delle commissioni, remunerazioni a qualsiasi titolo e delle spese, escluse quelle per imposte e tasse, collegate all'erogazione del credito) impone di considerare rilevanti, ai fini della determinazione della fattispecie di usura, dunque tutti gli oneri che un utente sopporti in connessione con il suo uso del credito. Tra essi rientra indubbiamente la commissione di massimo scoperto, trattandosi di un costo indiscutibilmente legato all'erogazione del credito, giacché ricorre tutte le volte in cui il cliente utilizza concretamente lo scoperto di conto corrente, e funge da corrispettivo per l'onere, a cui l'intermediario finanziario si sottopone, di procurarsi la necessaria provvista di liquidità e tenerla a disposizione del cliente, così nella sentenza della Cassazione penale, sez. II, n. 12028 del 26 marzo 2010¹¹³. Tale interpretazione, ha aggiunto la Cassazione, risulta avvalorata dalla L. 2/2009 che *"può essere considerata norma di interpretazione autentica del 4° comma dell'art. 644 c.p. in quanto puntualizza cosa rientra nel calcolo degli oneri ivi indicati, correggendo una prassi amministrativa difforme"*.

A conferma del suddetto orientamento si rammenta poi la sentenza n. 46669/2011 della Corte di Cassazione Penale, sez. II, del 19/12/2011¹¹⁴, che ribadisce che: *".....anche la CMS deve essere tenuta in considerazione quale fattore potenzialmente produttivo di usura, essendo rilevanti ai fini della determinazione del tasso usurario,*

¹¹³ Sentenza della Cassazione penale, sez. II, n. 12028 del 26 marzo 2010 in <http://www.altalex.com/index.php?idnot=10850>.

¹¹⁴ Sentenza n. 46669/2011 della Corte di Cassazione penale, sez. II, del 19/12/2011 in <http://www.altalex.com/index.php?idnot=55221>.

tutti gli oneri che l'utente sopporta in relazione all'utilizzo del credito, indipendentemente dalle istruzioni o direttive della Banca d'Italia (circolare della Banca d'Italia 30.9.1996 e successive) in cui si prevedeva che la CMS non dovesse essere valutata ai fini della determinazione del tasso effettivo globale degli interessi, traducendosi in un aggiramento della norma penale che impone alla legge di stabilire il limite oltre il quale gli interessi sono sempre usurari.”

Un'ulteriore problematica affrontata sempre dalla corti di merito e derivante dall'applicazione della nuova metodologia di calcolo del Tasso Effettivo Globale, riguarda la possibilità o meno di far valere nei rapporti in corso alla data dell'entrata in vigore della legge n. 2 del 2009, la suddetta metodologia di calcolo, e dunque l'inclusione della CMS tra la componente “Oneri” della formula, anche per i periodi precedenti. A tal riguardo si rammenta la sentenza del Tribunale di Verona, del 19/11/2012¹¹⁵, che ha espressamente stabilito che: *“Il tasso-soglia che fa scattare l'usura va calcolato senza tener conto della commissione di massimo scoperto - in conformità a quanto stabiliscono le previgenti Istruzioni della Banca d'Italia - fino a quando la rilevazione del tasso effettivo globale medio non seguirà le disposizioni attuative previste dall'art. 2-bis, comma 2, l. n. 2/2009, con la conseguenza che il dovere di conformarsi al criterio onnicomprensivo di cui alla l. n. 108/1996 opererà solo per il periodo successivo all'adozione del regolamento di cui al citato articolo.”*

Di diverso avviso il Tribunale di Torino, che con sentenza del 31 ottobre 2014¹¹⁶ ha invece precisato che: *“Nonostante la contraria previsione delle Istruzioni della Banca d'Italia, non autorizzate a derogare all'art. 644 c.p. e comunque operanti sul diverso piano della rilevazione del TEGM, la commissione di massimo scoperto deve essere considerata onere rilevante ai fini del riscontro di usurarietà della fattispecie concreta anche prima dell'entrata in vigore della legge n. 2/2009. (...).*

¹¹⁵ Sentenza del Tribunale di Verona, del 19/11/2012, in <http://www.altalex.com/index.php?idnot=64455>.

¹¹⁶ Sentenza del Tribunale di Torino del 31 ottobre 2014
In http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/ban.php?id_cont=11626.php.

La considerazione dunque della commissione di massimo scoperto quale componente aggiuntiva da annoverare nel costo effettivo del finanziamento delle operazioni di prestito è una questione tutt'altro che risolta e su cui giurisprudenza e dottrina continuano ancora oggi a confrontarsi, in particolare per tutti quei rapporti in corso o chiusi prima dell'entrata in vigore della legge n. 2 del 2009.

6. L'usurarietà degli interessi di mora

Sono definiti interessi moratori gli interessi previsti dall'art. 1224, 1° comma i quali comportano una liquidazione presuntiva del danno causato dal ritardato pagamento, e che sono dovuti dal giorno della costituzione in mora.

Come accennato in precedenza, gli interessi di mora non entrano nel calcolo del TEG ai fini dell'usura. Letteralmente anche l'art. 644 del c.p. fa riferimento agli interessi o altri vantaggi dati o promessi in corrispettivo di una prestazione di denaro o di altra utilità, e quindi si ritiene che letteralmente l'articolo faccia riferimento agli interessi corrispettivi¹¹⁷. Molti autori, soprattutto in passato, erano tuttavia orientati nell'applicare la disciplina sull'usura anche agli interessi moratori¹¹⁸, in virtù del disposto normativo che farebbe riferimento agli interessi a "qualunque titolo". Altri autori¹¹⁹ invece hanno proposto di utilizzare l'art. 1815 comma 2° c.c. con riferimento agli interessi moratori solo in presenza di usura residuale ex art. 644, comma 3°, c.p.. Altri¹²⁰ autori, invece hanno sostenuto l'applicazione dell'art. 1384 c.c. in materia di clausola penale, con la conseguente possibilità di richiedere al giudice la riduzione equitativa del tasso di mora che risulti iniquo o manifestamente eccessivo e/o per la qualificazione della clausola come vessatoria ex art. 1469-bis.

Anche la suddetta fattispecie di oneri dunque ha dato vita ad un travagliato percorso culminato con la nota sentenza della Corte di Cassazione n. 350/2013 del 9 gennaio

¹¹⁷ G. Visentini, *Trattato della responsabilità contrattuale*, Vol II, I singoli Contratti, Cedam, 2009.

¹¹⁸ A. Lamorgese, *Interessi moratori e usura*, in *Corr. Giur.* 2001; Riccio, *Le conseguenze civili dei contratti di usura*, in *Cont. Imp.*, 1998; R. Teti, *Profili civilistici della nuova legge sull'usura*, in *Riv. Dir. priv.* 1997.

¹¹⁹ G. Silveti, *I contratti Bancari*, parte generale in *La banca l'impresa e i contratti*, a cura di Calandra Buonauro, Perassi, Silveti, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, Cedam. Padova, 2001.

¹²⁰ F. Realmonte, *Stato di bisogno e condizioni ambientali, nuove disposizioni in tema di usura e tutela civilistica della vittima del reato*, in *Riv. Dir. Comm.* 1997, I; G. Meruzzi, *Il contratto usurario tra nullità e rescissione*, op. cit.

2013¹²¹, la quale ha espressamente previsto che *“ai fini dell'applicazione dell'art. 644 c.p., e dell'art. 1815 c.c., co. 2, si intendono usurari gli interessi che superano il limite stabilito dalla legge nel momento in cui essi sono promessi o comunque convenuti, a qualunque titolo, quindi anche a titolo di interessi moratori”*.

Pertanto, a seguito della suddetta pronuncia molte corti di merito sono state adite al fine di verificare l'eventuale superamento dei tassi pattuiti, in particolare nei contratti di mutuo, prospettando un superamento delle soglie di legge fondato su una mera interpretazione letterale della suddetta sentenza, ossia, su un'alquanto discutibile somma aritmetica tra il tasso convenzionale ed il tasso di mora pattuiti in contratto.

Si osserva che una siffatta metodologia di calcolo non può trovare una giustificazione né da un punto di vista logico-giuridico e neppure da un punto di vista matematico, infatti, la suddetta pronuncia, non è stata certo indenne da critiche, soprattutto perché non solo la stessa si pone in palese contrasto con la Direttiva europea 2008/48/CE, che all'art. 19, par. 2, in materia di TAEG, dispone che *“al fine di calcolare il tasso annuo effettivo globale, si determina il costo totale del credito al consumatore, ad eccezione di eventuali penali che il consumatore sia tenuto a pagare per la mancata esecuzione di uno qualsiasi degli obblighi stabiliti nel contratto di credito (...)”*, e conferma, dunque l'esclusione degli interessi moratori dal calcolo del tasso effettivo globale medio. Ma anche con le *“Istruzioni per la rilevazione dei tassi effettivi globali medi”* (agosto 2009), le quali, espressamente escludono dal *“trattamento degli oneri e delle spese nel calcolo del TEG”* (cfr. C4 lett. d) *“gli interessi di mora e gli oneri assimilabili contrattualmente previsti per il caso di inadempimento di un obbligo”*; e con la normativa di riferimento sull'usura (legge n. 108/1996) che definisce usurari gli interessi che superano un certo limite e che per la determinazione di tale limite, come previsto dall'art. 644, comma 4, del c.p., deve tenersi conto delle commissioni, remunerazioni a qualsiasi titolo e delle spese, escluse quelle per imposte e tasse, collegate alla erogazione del credito.

¹²¹ Sentenza della Corte di Cassazione n. 350/2013 del 9 gennaio 2013, in <http://www.altalex.com/index.php?idnot=19837>.

Si osserva, infatti, che gli interessi moratori non sono collegati all'erogazione del credito, stante la loro diversa natura, meramente risarcitoria (e non a titolo di corrispettivo), e la loro debenza del tutto eventuale.

In altre parole, gli interessi di mora sarebbero esclusi dal calcolo del TEG, perché non sono dovuti dal momento dell'erogazione del credito ma solo a seguito di un eventuale inadempimento da parte del mutuatario.

E' di tutta evidenza, dunque, come la materia sia alquanto controversa e abbia dato seguito ad un acceso dibattito cui vi ha preso parte la stessa Banca d'Italia che, al fine di dirimere la questione, ha diramato il 3 luglio 2013 una comunicazione di *"chiarimenti in materia di applicazione della legge antiusura"*¹²² ribadendo la contrarietà dell'inclusione degli interessi di mora nel calcolo del TEG e riconoscendo, peraltro, che *"In ogni caso, anche gli interessi di mora sono soggetti alla normativa anti-usura. Per evitare il confronto tra tassi disomogenei (TEG applicato al singolo cliente, comprensivo della mora effettivamente pagata, e tasso soglia che esclude la mora), i Decreti trimestrali riportano i risultati di un'indagine per cui "la maggiorazione stabilita contrattualmente per i casi di ritardato pagamento è mediamente pari a 2,1 punti percentuali". In assenza di una previsione legislativa che determini una specifica soglia in presenza di interessi moratori, la Banca d'Italia adotta, nei suoi controlli sulle procedure degli intermediari, il criterio in base al quale i TEG medi pubblicati sono aumentati di 2,1 punti per poi determinare la soglia su tale importo."*

Si osserva, inoltre, che i numerosi tribunali aditi a seguito della pronuncia della Suprema Corte, ove gli utenti bancari intendevano far valere l'usurarietà delle condizioni economiche applicate ai contratti (di mutuo) hanno escluso categoricamente che il tasso corrispettivo e il tasso moratorio convenuti contrattualmente potessero essere sommati aritmeticamente. Già a partire dal gennaio 2014 molte pronunce delle corti di merito contrastano in maniera significativa

¹²² Comunicazione della Banca d'Italia del 3 luglio 2013 *"chiarimenti in materia di applicazione della legge antiusura"* in:

http://www.bancaditalia.it/media/approfondimenti/documenti/030713_antiusura.pdf

con l'orientamento giurisprudenziale della Suprema Corte, riconoscendo che, solo se il tasso corrispettivo o quello di mora presi singolarmente superano il tasso soglia si riscontra usurarietà dell'uno o dell'altro: in questo senso, la recente ordinanza del 28 gennaio 2014 del Tribunale di Napoli, e nella stessa data del Tribunale di Milano¹²³. Oltre all'ordinanza del Tribunale di Venezia del 26 febbraio 2014, e la pronuncia del Tribunale di Treviso dell'11 aprile 2014. Quest'ultimo, peraltro, ha espressamente sancito un divieto di cumulo del tasso corrispettivo e di quello moratorio ai fini della verifica del superamento del "tasso soglia". Secondo la suddetta pronuncia, infatti: *"Se è vero che la verifica del rispetto della soglia di usura va estesa alla pattuizione del tasso di mora, con la conseguenza che ove detto tasso risultasse pattuito in termini da superare il tasso soglia la pattuizione del primo sarebbe nulla ex art. 1815, Il comma, c.c., è anche vero che, al fine della verifica del rispetto del tasso soglia, non possono cumularsi il tasso corrispettivo e il tasso di mora.*

Si potrebbe parlare di cumulo usurario di interesse corrispettivo e di interesse di mora soltanto nel caso in cui, in presenza di ritardato pagamento, il conteggio dell'interesse di mora sull'intera rata, comprensiva di interessi, sommato all'interesse corrispettivo, determinasse un conteggio complessivo di interessi che, rapportato alla quota capitale, si esprimesse in una percentuale superiore al tasso soglia, ipotesi questa di difficile verifica".

Da ultimo si rammentano le pronunce del Tribunale di Napoli del 15 aprile e del 18 aprile, del Tribunale di Verona del 27 aprile 2014¹²⁴, del Tribunale di Roma del 3 settembre 2014¹²⁵ e del Tribunale di Milano 3 dicembre 2014¹²⁶, ove viene confermato il principio secondo il quale i tassi moratori promessi in contratto non vanno sommati aritmeticamente con quelli degli interessi corrispettivi. In merito a quest'ultimo

¹²³ Ordinanza del 28 gennaio 2014 del Tribunale di Napoli in www.iussit.com.

¹²⁴ Sentenza del Tribunale di Verona del 27 aprile 2014 in http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/ban.php?id_cont=10342.php.

¹²⁵ Sentenza del Tribunale di Roma del 3 settembre 2014 in <http://www.expartecreditoris.it/images/joomd/1411056012trib.roma.16.09.2014.pdf>.

¹²⁶ Sentenza del Tribunale di Milano del 3 dicembre 2014 in http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/civ.php?id_cont=11785.php.

aspetto e solo per completezza, si riporta di seguito uno stralcio dell'ordinanza del Tribunale di Roma, IV sezione civile, del 3 settembre 2014, sopra citata, che in relazione alla *"diversità ontologica e funzionale delle due categorie di interessi che non ne consente il mero cumulo"*, richiama le Istruzioni della Banca d'Italia, la quale *"chiamata ad effettuare trimestralmente le rilevazioni dei tassi medi ai fini dell'applicazione della l. 108/1996, non comprende nel calcolo del TEG gli interessi di mora. Tuttavia, ed è questo un punto da rimarcare come molto significativo, la Banca d'Italia non omette del tutto di considerare gli interessi di mora ai fini della l. 108/1996 ma ne fa oggetto di rilevata separazione (nella misura del 2,1%). Se il supremo organo di vigilanza svolge tale separata rilevazione non vi è ragione logica per sostenere l'additività dei due tassi da raffrontare ad un valore – soglia che, in realtà, non ricomprende affatto i tassi di mora (il tasso soglia è individuato secondo un meccanismo di calcolo a partire dal TEGM, che, come detto, non prende in considerazione i tassi di mora)."*

Pertanto, le suddette pronunce hanno chiarito la portata letterale della sentenza della Suprema Corte e risolto l'annosa questione dell'esclusione dal calcolo del TEG degli interessi di mora per i quali è comunque previsto un controllo separato della loro eventuale usurarietà secondo le procedure di verifica indicate dalla Banca d'Italia.

E' di tutta evidenza, infatti, che la mera somma aritmetica tra il tasso corrispettivo ed il tasso di mora pattuiti in contratto determini inevitabilmente un tasso complessivo sempre superiore alle soglie di legge. Ma non può sfuggire, certamente, come tale circostanza porterebbe, per assurdo, ad una conseguenza del tutto inaccettabile: "premiare" il mutuatario inadempiente, che con il suo comportamento si vedrebbe addirittura riconosciuta l'integrale gratuità dell'operazione.

Peraltro, a sottolineare la diversa natura degli interessi moratori, da ultimo, è la decisione dell'ABF n. 125/2014, che partendo dall'assunto che nel nostro sistema gli interessi moratori costituiscono una penale, quando la misura pattizia sia eccessiva, essa è sottoposta a riduzione ex art. 1384¹²⁷ del c.c. e non alla sua eliminazione¹²⁸.

¹²⁷ La penale può essere diminuita equamente dal giudice, se l'obbligazione principale è stata eseguita in parte, ovvero se l'ammontare della penale è manifestamente eccessivo, avuto sempre riguardo all'interesse che il creditore aveva all'adempimento.

¹²⁸ Così anche Dolmetta in *Le prime sentenze della Cassazione civile in materia di usura ex lege n. 108/1996*, in Banca Borsa Titoli di Credito, fasc. II, 2000.

Cap. IV: Il costo delle fonti di finanziamento: problematiche applicative della normativa antiusura

1 Premessa

Un aspetto centrale nella valutazione da parte delle imprese delle diverse alternative di finanziamento è sicuramente legato al costo della specifica fonte. Si tratta, dunque, di definire il costo reale di un'operazione di finanziamento in considerazione dei seguenti elementi:

- 1) costi di acquisizione, rappresentati non solo dal tasso di interesse corrispettivo ma anche da una serie di costi, spese, commissioni collegati all'acquisizione della fonte stessa;
- 2) flussi per la remunerazione del finanziamento, consistente in una stima finalizzata a valutare l'ammontare delle risorse finanziarie che saranno destinate a remunerare e gestire il finanziamento ottenuto;
- 3) scadenze dell'operazione, ossia lo scaglionamento temporale previsto per il rimborso del finanziamento;
- 4) regime fiscale, poiché l'eventuale deducibilità degli oneri fiscali in capo all'impresa può comportare una riduzione del costo dell'operazione¹²⁹.

Si osserva che la valutazione di un'operazione di finanziamento non si esaurisce con la determinazione del costo complessivo di acquisizione, il quale se confrontato con il costo opportunità del capitale investito nell'impresa può permettere di graduare le diverse fonti di finanziamento e di stabilire le soglie di accettabilità, ma deve essere estesa anche alla considerazione di altri parametri quali il rischio del rimborso e quello della gestione. Il primo è collegato alla variabilità dei tassi di interesse, il secondo alla capacità dell'impresa di generare flussi di cassa idonei a sostenere quantitativamente e temporalmente le richieste di rimborso.

¹²⁹ Per le finalità del presente lavoro, non sarà considerata la variabile fiscale, e di conseguenza non saranno considerati i benefici fiscali che possono caratterizzare la specifica fonte finanziaria.

Tuttavia occorre anche considerare, ai fini della valutazione delle varie alternative di finanziamento, come visto, anche ulteriori vincoli di natura normativa e posti a tutela degli stessi operatori economici, in tutti quei casi di vessazioni subite dagli stessi in termini di costi, oneri e commissioni nascenti da un rapporto di credito con gli intermediari finanziari.

A tal riguardo la normativa antiusura rappresenta una forma di garanzia e protezione affinché il costo delle fonti di finanziamento non raggiunga livelli tali da rendere eccessivamente gravoso per le stesse imprese non solo la remunerazione del capitale preso a prestito ma anche lo stesso rimborso. Tuttavia, nel corso della trattazione è stata messa in risalto la sostanziale impossibilità per gli operatori economici di individuare criteri e parametri certi nella determinazione del costo complessivo di un'operazione di finanziamento ai fini della normativa antiusura, a causa dell'assenza di uniformità e di chiarezza in ordine alla metodologia di calcolo da adottare a tale scopo.

L'obiettivo del presente capitolo, consiste, dunque, per talune operazioni di finanziamento, in particolare di quelle più comuni cui fanno ricorso le imprese (aperture di credito e mutui o finanziamenti in genere) nell'individuare il costo da considerare ai fini della determinazione del tasso effettivo che deve essere confrontato con le soglie di legge nel rispetto della normativa antiusura.

Infine, si tenterà, nelle conclusioni, di svolgere considerazioni critiche, dalla prospettiva aziendale, sulla validità degli odierni strumenti normativi per la determinazione dell'eventuale comportamento usurario delle banche suggerendo al contempo le modalità per migliorare l'applicazione, dal punto di vista tecnico, delle metodologie proposte dalla normativa e dalla giurisprudenza per determinare il costo delle fonti.

Si formuleranno anche ipotesi circa le possibili modalità per affinare le diverse metodologie esistenti per la determinazione del costo delle fonti, allo scopo di ridurre non solo le controversie in tema di usura, ma anche di affinare il calcolo del costo del debito di particolari forme tecniche di finanziamento, allo scopo di permettere una corretta definizione del costo medio ponderato del capitale e di conseguenza dei diversi strumenti di misurazione della performance d'impresa.

2 La valenza normativa delle *Istruzioni applicative della Banca d'Italia*

Come esaminato nei precedenti paragrafi, sin dall'introduzione della normativa antiusura gli intermediari finanziari hanno goduto di un'interpretazione delle norme ad essi favorevole causata da una sovrapposizione di norme primarie e secondarie e di Istruzioni applicative emanate dalla stessa Banca d'Italia che di fatto hanno distorto la portata letterale dell'art. 644 del c.p. come modificato dall'art. 1 della legge n. 108 del 1996 e dunque anche lo scopo finale che con le suddette norme il legislatore ha inteso perseguire. Sebbene l'art. 644 del c.p. prescrive che ai fini della *"determinazione del tasso di interesse usurario si tiene conto delle commissioni, remunerazioni a qualsiasi titolo e delle spese, escluse quelle per imposte e tasse, collegate all'erogazione del credito"* le banche per anni hanno goduto di una sorta di impunità derivante dall'adozione di formule statistiche adottate per la rilevazione dei tassi medi ai fini dell'usura non propriamente conformi alla legislazione italiana e a quella di derivazione europea in materia di credito al consumo.

Non sono mancate, tuttavia, pronunce delle corti merito di senso contrario, volte dunque a rimarcare la circostanza che le stesse Istruzioni emanate dalla Banca d'Italia non sono fonte di diritti e di obblighi e che dunque non dovrebbero vincolare i giudici nelle loro decisioni, in questo senso si rammenta l'ordinanza del Tribunale di Fermo¹³⁰, che riprende un principio statuito dalla Suprema Corte con la sentenza n. 46669/2011, in base alla quale *"Le circolari e le istruzioni della Banca d'Italia non rappresentano una fonte di diritti ed obblighi e nella ipotesi in cui gli istituti bancari si conformino ad una erronea interpretazione fornita dalla Banca d'Italia in una circolare, non può essere esclusa la sussistenza del reato sotto il profilo dell'elemento oggettivo. Le circolari o direttive, ove illegittime e in violazione di legge, non hanno efficacia vincolante per gli istituti bancari sottoposti alla vigilanza della Banca d'Italia, neppure quale mezzo di interpretazione"*.

¹³⁰ Tribunale di Fermo ordinanza del 3 novembre 2014, in <http://www.iussit.com>.

Di diverso avviso il Tribunale di Milano che nella recente sentenza del 21 ottobre 2014¹³¹, rileva che le Istruzioni della Banca d'Italia hanno natura di norme tecniche autorizzate *“posto che, da un lato, l'attribuzione della rilevazione dei tassi effettivi globali alla Banca d'Italia è stata via via disposta dai vari decreti ministeriali annuali che si sono succeduti a partire dal d.m. 23/9/1996 per la classificazione in categorie omogenee delle operazioni finanziarie, e dall'altro lato i decreti ministeriali trimestrali con i quali sono resi pubblici i dati rilevati, all'art. 3 hanno sempre disposto che le banche e gli intermediari finanziari, al fine di verificare il rispetto del tasso soglia, si attengono ai criteri di calcolo indicati nelle “Istruzioni” emanate dalla Banca d'Italia. Le “Istruzioni” in parola sono pertanto autorizzate dalla normativa regolamentare e sono necessarie per dare uniforme attuazione al disposto della norma primaria di cui all'art. 644, quarto comma c.p..”*

Da ciò discende, dunque una difformità di vedute anche sulla valenza normativa delle Istruzioni emanate dall'Organo di Vigilanza che di certo non aiuta a risolvere la problematica inerente alla modalità di determinazione del costo complessivo di un'operazione di finanziamento da confrontare con le soglie usura.

3 La determinazione del costo complessivo di una fonte: un confronto con la formula indicata dalle Istruzioni

Lo scopo del presente paragrafo consiste, per le principali operazioni di finanziamento cui fanno ricorso le imprese, nel determinare il costo complessivo di ciascuna, considerando tutte le possibili componenti di costo che a vario titolo concorrono alla formazione del tasso effettivo. Successivamente, verrà operato un confronto con il costo effettivo delle medesime operazioni ricavabile dall'applicazione della formula proposta dalle Istruzioni della Banca d'Italia.

¹³¹ Sentenza del Tribunale di Milano del 21 ottobre 2014, in http://www.ilcaso.it/milano/archivio-sentenze-Milano.php?id_cont=bancario.

L'indagine, dunque, deve necessariamente partire, dall'esame dei contratti bancari, in particolar modo dei contratti di prestito, articolati nelle varie forme esaminate al capitolo II del presente lavoro.

A tal fine sono state considerate le seguenti operazioni:

- 1 operazioni di mutui e/o di finanziamenti in generale;
- 2 operazioni di apertura di credito.

L'esito del suddetto confronto è illustrato nei paragrafi successivi¹³².

3.1 La determinazione del costo effettivo dell'operazione di mutuo

Come visto nel precedente capitolo non sono mancate in dottrina e giurisprudenza tesi secondo le quali sarebbe ravvisabile una forma di anatocismo occulto anche nel contratto di mutuo.

Tele eventualità sarebbe legata al metodo di rimborso, c.d. ammortamento francese, il quale conduce a determinare una rata più elevata, rispetto alle altre metodologie di rimborso che prevedono il metodo di ammortamento ad esempio italiano, e di conseguenza un tasso d'interesse effettivo (TAEG) applicato all'operazione superiore al tasso d'interesse nominale pattuito in contratto. Secondo il suddetto filone, come già detto, la rata del mutuo verrebbe determinata attraverso una formula finanziaria che prevede l'applicazione dell'interesse composto e di conseguenza anche gli interessi sarebbero determinati con il metodo dell'interesse composto anziché con la formula dell'interesse semplice.

Si osserva in primo luogo che il TAEG costituisce un tasso diverso dal TAN (Tasso Annuale Nominale): quest'ultimo è più semplicemente il tasso di interesse applicato ad un finanziamento che non tiene conto né dell'eventuale capitalizzazione infrannuale, né degli altri costi che intervengono nel finanziamento stesso, e dunque non corrisponde all'effettivo tasso corrisposto dal cliente.

¹³² La scelta dell'esame delle suddette operazioni, risiede nella circostanza che non solo sono le più diffuse tra gli operatori economici, ma anche perché le Istruzioni, come visto, in base alla categoria di appartenenza del credito, distinguono due diverse formule. L'una per le aperture di credito in c/c, finanziamenti per anticipi su crediti e documenti e sconto di portafoglio commerciale, credito *revolving* e *factoring*, e l'altra per le operazioni di credito personale, credito finalizzato, leasing, mutui, altri finanziamenti a breve e a medio/lungo termine. E, dunque, si ritiene che le stesse possano considerarsi quelle che meglio rappresentano le due diverse categorie di credito previste dalle Istruzioni.

In secondo luogo, come già detto in precedenza, in matematica finanziaria esiste una formula che consente di mettere in relazione il TAN fissato in contratto con il TAEG.

$$TAEG = \left\{ \left(1 + \frac{TAN}{k} \right)^K - 1 \right\} \times 100$$

Dove:

- i_{TAN} è il tasso nominale annuale;
- k è il numero di rate annue.

La suddetta formula finanziaria consente, dunque, il passaggio dal tasso nominale (TAN) al tasso effettivo (TAEG).

In altre parole se il tasso del 6,80% nominale annuo viene applicato ad un piano di rimborso che prevede due rate semestrali costanti, il tasso di interesse pagato ogni semestre è del 3,40%, da cui risulta un TAEG, del 6,92% annuo.

La formula dimostra che il Tasso Annuo Effettivo Globale (TAEG) risulta influenzato dalla misura del Tasso Annuo Nominale (i_{TAN} o TAN) e dal numero di rate da corrispondere annualmente (K), la stessa, tuttavia, come si dirà nel prosieguo prescinde dai costi legati al finanziamento. La suddetta esemplificazione è funzionale alla dimostrazione che nel piano di ammortamento alla francese non sussiste alcun anatocismo occulto, come contrariamente sostenuto da una parte della giurisprudenza di merito. Infatti, sebbene la rata del mutuo viene determinata attraverso una formula finanziaria che prevede l'attualizzazione dei flussi finanziari mediante la formula dell'interesse composto, ciò non può certamente portare ad affermare l'esistenza di anatocismo, in quanto il calcolo degli interessi corrispettivi è sempre e comunque effettuato sul capitale residuo attraverso la formula dell'interesse semplice.

Si consideri un mutuo di Euro 100.000,00, stipulato in data 01/01/2009, che preveda un piano di rimborso a rata costante (c.d. ammortamento francese) da corrispondere semestralmente per un periodo di 10 anni, con la prima rata scadente il 31/03/2009 e l'ultima scadente il 30/09/2018.

In base alla suddetta modalità di rimborso le due componenti della rata, cioè la quota capitale e la quota interessi, si modificano nel corso del tempo, anche in presenza di un

tasso d'interesse fisso. In particolare, a parità di rata, la quota interessi diminuisce nel tempo, poiché calcolata sul capitale residuo (che via via, naturalmente, si riduce), a vantaggio della quota capitale, la quale aumenta nel tempo, in quanto si determina mediante differenza tra la rata (costante) e la quota interessi (che diminuisce).

La formula finanziaria di determinazione della rata, si basa, dunque, sui seguenti elementi:

- 1) capitale dato in prestito;
- 2) tasso di interesse fissato per periodo di pagamento;
- 3) numero dei periodi di pagamento,

ed è la seguente:

$$R = \frac{C * i}{(1 - (1/(1+i)^k))}$$

Ove:

R= Rata costante

C= Capitale preso a prestito e pari a Euro 100.000,00;

i= Tasso di interesse semestrale, posto pari al 3,40%;

K= numero di rate, nel caso di specie, pari a 20.

Sostituendo nella formula i valori sopra individuati per ciascun addendo, risulta una rata pari a Euro 6.972,59, come illustrato nel piano di ammortamento seguente.

Per il conteggio degli interessi inclusi nella rata è stata adottata la formula dell'interesse semplice allo scopo di accertare che il tasso nominale annuo sia sempre applicato sul capitale residuo e per il periodo di riferimento delle singola rata. La formula dell'interesse semplice adottata è stata la seguente:

$$I = \frac{(C \times i \times t)}{(360)}$$

Ove:

I = Interessi corrispettivi inclusi nella Rata;

C = Capitale residuo;

i = tasso di interesse corrispettivo (posto pari al 6,80% annuo, e 3,40% tasso semestrale);

t= periodo di riferimento della rata semestrale (posto pari a 180 gg – anno commerciale).

A titolo esemplificativo la rata del 31/03/2009 pari a Euro 6.972,59, contiene un ammontare di interessi pari a Euro 3.400,00, calcolati utilizzando la formula dell'interesse semplice sopra riportata, ossia:

$$I = \frac{100.000,00 * 6,80\% * 180}{360} = 3.400,00$$

Di conseguenza la quota capitale sarà pari a Euro 3.572,59, ottenuta come differenza tra il valore della rata di Euro 6.972,59 e l'ammontare degli interessi sopra calcolati di Euro 3.400,00.

Di seguito si riporta lo sviluppo del piano di ammortamento per tutto il periodo previsto contrattualmente:

Tabella 1: Piano di ammortamento del mutuo

N. RATE	SCADENZA	Q. CAPITALE	Q. INTERESSI	RATA	DEBITO RESIDUO	TASSO NOMINALE
					100.000,00	
1	31/03/2009	3.572,59	3.400,00	6.972,59	96.427,41	6,80%
2	30/09/2009	3.694,06	3.278,53	6.972,59	92.733,35	6,80%
3	31/03/2010	3.819,66	3.152,93	6.972,59	88.913,69	6,80%
4	30/09/2010	3.949,53	3.023,07	6.972,59	84.964,16	6,80%
5	31/03/2011	4.083,81	2.888,78	6.972,59	80.880,35	6,80%
6	30/09/2011	4.222,66	2.749,93	6.972,59	76.657,69	6,80%
7	31/03/2012	4.366,23	2.606,36	6.972,59	72.291,45	6,80%
8	30/09/2012	4.514,68	2.457,91	6.972,59	67.776,77	6,80%
9	31/03/2013	4.668,18	2.304,41	6.972,59	63.108,59	6,80%
10	30/09/2013	4.826,90	2.145,69	6.972,59	58.281,69	6,80%
11	31/03/2014	4.991,02	1.981,58	6.972,59	53.290,67	6,80%
12	30/09/2014	5.160,71	1.811,88	6.972,59	48.129,96	6,80%
13	31/03/2015	5.336,17	1.636,42	6.972,59	42.793,79	6,80%
14	30/09/2015	5.517,60	1.454,99	6.972,59	37.276,18	6,80%
15	31/03/2016	5.705,20	1.267,39	6.972,59	31.570,98	6,80%
16	30/09/2016	5.899,18	1.073,41	6.972,59	25.671,80	6,80%
17	31/03/2017	6.099,75	872,84	6.972,59	19.572,05	6,80%
18	30/09/2017	6.307,14	665,45	6.972,59	13.264,91	6,80%
19	31/03/2018	6.521,59	451,01	6.972,59	6.743,32	6,80%
20	30/09/2018	6.743,32	229,27	6.972,59	- 0,00	6,80%
TOTALE		100.000,00				

Fonte: nostra elaborazione

L'esemplificazione dimostra che la formula finanziaria di determinazione della rata non prevede alcuna forma di anatocismo occulto; gli interessi, infatti, sono calcolati sul capitale residuo in base alla formula dell'interesse semplice; e ai fini del calcolo degli interessi, è stato adottato il tasso nominale annuo fissato, nell'ipotesi adottata, al 6,80%.

Come detto il TAEG cioè il costo effettivo dell'operazione è risultato pari al 6,92%, ma se lo stesso tasso del 6,80% annuo viene applicato ad un piano di rimborso che prevede quattro rate trimestrali, il tasso di interesse pagato ogni trimestre è del 1,70%, da cui risulta un TAEG ancora più alto, del 6,97% annuo.

E' di tutta evidenza, dunque, la circostanza che il TAEG coincide con il Tasso Annuo Nominale (TAN) solo nell'ipotesi in cui K sarà uguale a 1, ossia nell'ipotesi in cui il rimborso avvenga in un'unica soluzione, qualunque sia la metodologia adottata per il calcolo degli interessi. Al contrario, a parità di tasso nominale, il TAEG cresce al crescere del numero delle rate di rimborso. In conclusione, dunque si può osservare che, (i) la divergenza tra tasso nominale e tasso effettivo, in assenza di altri costi, spese e commissioni, è ascrivibile esclusivamente alla modalità di restituzione rateale del finanziamento, e che trattasi di fenomeno che si verifica, infatti, in tutti i piani di rimborso frazionati nel tempo e che (ii) tale divergenza non è dovuta alla modalità di conteggio degli interessi, i quali sono sempre calcolati con la formula dell'interesse semplice.

Si evidenzia, inoltre che il TAEG sopra determinato e coincidente con la formula del TEG per le operazioni di mutuo previste dalle Istruzioni, nell'accezione aziendalistica coincide esattamente con il tasso interno di interesse, c.d. "IIR" (*Internal Interest Rate*)¹³³, che rappresenta quel tasso che rende uguali il valore attuale dell'ammontare del finanziamento al valore attuale dei flussi in uscita necessari al rimborso e alla remunerazione del finanziamento stesso secondo la seguente formula, anche detta formula di equivalenza finanziaria:

$$\sum E_t(1+i)^{-t} = \sum U_t(1+i)^{-t}$$

¹³³ G. Metallo, *op. cit.*

Dove:

E_t rappresenta le entrate ottenute dall'accensione della fonte finanziaria;

U_t rappresenta l'uscita legata al rimborso e alla remunerazione del finanziamento;

t , esprime i periodi di riferimento;

i esprime il TAEG, ossia il tasso interno di interesse.

A riprova di quanto sopra affermato, si illustra nella tabella seguente la correttezza della determinazione del TAEG, ossia di quel tasso che rende coincidenti il valore attuale dell'ammontare del finanziamento con il valore attuale dei flussi in uscita necessari al rimborso e alla remunerazione del finanziamento:

Tabella 2: Determinazione del TAEG in assenza di spese, oneri e commissioni

N. RATE	Q. CAPITALE	Q. INTERESSI	RATA	DEBITO RESIDUO	TASSO NOMINALE	TEMPO	FLUSSI FINANZIARI ATTUALIZZATI	TAEG
				100.000,00				
1	3.572,59	3.400,00	6.972,59	96.427,41	6,80%	0,50	- 6.743,32	6,92%
2	3.694,06	3.278,53	6.972,59	92.733,35	6,80%	1,00	- 6.521,59	6,92%
3	3.819,66	3.152,93	6.972,59	88.913,69	6,80%	1,50	- 6.307,14	6,92%
4	3.949,53	3.023,07	6.972,59	84.964,16	6,80%	2,00	- 6.099,75	6,92%
5	4.083,81	2.888,78	6.972,59	80.880,35	6,80%	2,50	- 5.899,18	6,92%
6	4.222,66	2.749,93	6.972,59	76.657,69	6,80%	3,00	- 5.705,20	6,92%
7	4.366,23	2.606,36	6.972,59	72.291,45	6,80%	3,50	- 5.517,60	6,92%
8	4.514,68	2.457,91	6.972,59	67.776,77	6,80%	4,00	- 5.336,17	6,92%
9	4.668,18	2.304,41	6.972,59	63.108,59	6,80%	4,50	- 5.160,71	6,92%
10	4.826,90	2.145,69	6.972,59	58.281,69	6,80%	5,00	- 4.991,02	6,92%
11	4.991,02	1.981,58	6.972,59	53.290,67	6,80%	5,50	- 4.826,90	6,92%
12	5.160,71	1.811,88	6.972,59	48.129,96	6,80%	6,00	- 4.668,18	6,92%
13	5.336,17	1.636,42	6.972,59	42.793,79	6,80%	6,50	- 4.514,68	6,92%
14	5.517,60	1.454,99	6.972,59	37.276,18	6,80%	7,00	- 4.366,23	6,92%
15	5.705,20	1.267,39	6.972,59	31.570,98	6,80%	7,50	- 4.222,66	6,92%
16	5.899,18	1.073,41	6.972,59	25.671,80	6,80%	8,00	- 4.083,81	6,92%
17	6.099,75	872,84	6.972,59	19.572,05	6,80%	8,50	- 3.949,53	6,92%
18	6.307,14	665,45	6.972,59	13.264,91	6,80%	9,00	- 3.819,66	6,92%
19	6.521,59	451,01	6.972,59	6.743,32	6,80%	9,50	- 3.694,06	6,92%
20	6.743,32	229,27	6.972,59	- 0,00	6,80%	10,00	- 3.572,59	6,92%
TOTALE	100.000,00						- 100.000,00	

Fonte: nostra elaborazione

3.1.1 La determinazione del costo effettivo di un'operazione di mutuo: la considerazione degli oneri e delle spese

La formula del TAEG precedentemente illustrata e l'esempio numerico sopra esposto sia pur matematicamente corretto non considera il complesso degli oneri e delle spese necessari all'ottenimento del finanziamento. Tali oneri fanno riferimento ai costi collegati all'operazione di finanziamento, quali le spese di istruttoria, il costo dei servizi di incasso, i costi delle assicurazioni etc.. Si osserva che in determinati casi il complesso dei costi può essere rilevato anche come differenza tra ammontare del finanziamento incassato e valore del debito assunto dall'impresa. Per determinare il costo effettivo dell'operazione di mutuo in presenza di oneri e spese accessori, anche le stesse Istruzioni della Banca d'Italia, nell'individuare la formula da applicarsi, si riferiscono sia pur indirettamente alla tecnica dell'IRR (*Internal Interest Rate*) consistente in un processo iterativo per approssimazione successiva finalizzato a individuare il tasso che rende uguali il valore attuale del finanziamento al valore attuale dei flussi in uscita necessari al rimborso e alla remunerazione del finanziamento stesso. Nell'esempio numerico sopra illustrato è agevole osservare che qualora l'operazione di finanziamento sia accompagnata da una serie di costi aggiuntivi, il TAEG è destinato ad aumentare.

Si considerino spese di istruttoria per Euro 5.000,00 e commissioni di incasso per un ammontare di Euro 15,00, da includere nell'importo di ciascuna rata sopra individuata. Il TAEG ottenuto sulla base del processo iterativo sopra descritto risulta pari all'8,15%, come illustrato nella seguente Tabella:

Tabella 3: Determinazione del TAEG in presenza di spese, oneri e commissioni

N. RATE	Q. CAPITALE	Q. INTERESSI	DEBITO RESIDUO	SPESE	RATA	USCITE	TASSO NOMINALE	TEMPO	FLUSSI FINANZIARI ATTUALIZZATI	TAEG
			100.000,00	5.000,00		- 5.000,00			- 5.000,00	
1	3.572,59	3.400,00	96.427,41	15,00	6.972,59	6.987,59	6,89%	0,50	- 6.719,12	8,15%
2	3.694,06	3.278,53	92.733,35	15,00	6.972,59	6.987,59	6,89%	1,00	- 6.460,96	8,15%
3	3.819,66	3.152,93	88.913,69	15,00	6.972,59	6.987,59	6,89%	1,50	- 6.212,72	8,15%
4	3.949,53	3.023,07	84.964,16	15,00	6.972,59	6.987,59	6,89%	2,00	- 5.974,02	8,15%
5	4.083,81	2.888,78	80.880,35	15,00	6.972,59	6.987,59	6,89%	2,50	- 5.744,49	8,15%
6	4.222,66	2.749,93	76.657,69	15,00	6.972,59	6.987,59	6,89%	3,00	- 5.523,78	8,15%
7	4.366,23	2.606,36	72.291,45	15,00	6.972,59	6.987,59	6,89%	3,50	- 5.311,54	8,15%
8	4.514,68	2.457,91	67.776,77	15,00	6.972,59	6.987,59	6,89%	4,00	- 5.107,47	8,15%
9	4.668,18	2.304,41	63.108,59	15,00	6.972,59	6.987,59	6,89%	4,50	- 4.911,23	8,15%
10	4.826,90	2.145,69	58.281,69	15,00	6.972,59	6.987,59	6,89%	5,00	- 4.722,53	8,15%
11	4.991,02	1.981,58	53.290,67	15,00	6.972,59	6.987,59	6,89%	5,50	- 4.541,09	8,15%
12	5.160,71	1.811,88	48.129,96	15,00	6.972,59	6.987,59	6,89%	6,00	- 4.366,61	8,15%
13	5.336,17	1.636,42	42.793,79	15,00	6.972,59	6.987,59	6,89%	6,50	- 4.198,84	8,15%
14	5.517,60	1.454,99	37.276,18	15,00	6.972,59	6.987,59	6,89%	7,00	- 4.037,51	8,15%
15	5.705,20	1.267,39	31.570,98	15,00	6.972,59	6.987,59	6,89%	7,50	- 3.882,38	8,15%
16	5.899,18	1.073,41	25.671,80	15,00	6.972,59	6.987,59	6,89%	8,00	- 3.733,22	8,15%
17	6.099,75	872,84	19.572,05	15,00	6.972,59	6.987,59	6,89%	8,50	- 3.589,78	8,15%
18	6.307,14	665,45	13.264,91	15,00	6.972,59	6.987,59	6,89%	9,00	- 3.451,86	8,15%
19	6.521,59	451,01	6.743,32	15,00	6.972,59	6.987,59	6,89%	9,50	- 3.319,23	8,15%
20	6.743,32	229,27	0,00	15,00	6.972,59	6.987,59	6,89%	10,00	- 3.191,70	8,15%
100.000,00									- 100.000,06	

Fonte: nostra elaborazione

Il TAEG sopra determinato, pari all' 8,15%, può dunque essere confrontato con il relativo tasso effettivo globale medio in vigore nel periodo 1 gennaio– 31 marzo 2009, (data di stipula del contratto) che risulta invece pari all'8,085% (ossia pari al TEG medio 5,39% per le operazioni Mutui a tasso fisso, aumentato della metà). Nel caso specifico, dunque, le conseguenze del superamento della soglia usura, in applicazione dell'art. 1815 del c.c., comporterebbero la gratuità dell'intera operazione per l'impresa che intendesse far valere la non debenza degli interessi, spese e commissioni ritenute dalla legge illegittime poiché usuarie.

3.1.2 La determinazione del costo effettivo di un'operazione di mutuo: la considerazione degli interessi di mora

Come già ampiamente argomentato nel capitolo III del presente lavoro, gli interessi di mora sono esclusi dal calcolo del TEG, sebbene la nota sentenza della Corte di Cassazione n. 350/2013 del 9 gennaio 2013, abbia espressamente previsto che *“ai fini dell'applicazione dell'art. 644 c.p., e dell'art. 1815 c.c., co. 2, si intendono usurari gli*

interessi che superano il limite stabilito dalla legge nel momento in cui essi sono promessi o comunque convenuti, a qualunque titolo, quindi anche a titolo di interessi moratori". Come già detto, la stessa Banca d'Italia che al fine di dirimere la questione, ha diramato il 3 luglio 2013 una comunicazione di "*chiarimenti in materia di applicazione della legge antiusura*" ribadendo la contrarietà dell'inclusione degli interessi di mora nel calcolo del TEG e riconoscendo, peraltro, che in ogni caso, anche gli interessi di mora sono soggetti alla normativa anti-usura. In assenza di una previsione legislativa che determini una specifica soglia in presenza di interessi moratori, la Banca d'Italia adotta, nei suoi controlli sulle procedure degli intermediari, il criterio in base al quale i TEG medi pubblicati sono aumentati di 2,1 punti per poi determinare la soglia su tale importo.

Si ritiene, pertanto, corretta l'esclusione dei tassi di mora dal calcolo del TEG in quanto coerente con la loro natura, meramente risarcitoria (e non a titolo di corrispettivo), e con la loro debenza del tutto eventuale. In altre parole, gli stessi non sono dovuti dal momento dell'erogazione del credito ma solo a seguito di un eventuale inadempimento da parte del mutuatario.

Qualora in contratto, dunque, fosse pattuito un tasso di mora dell'8,00%, anche il suddetto tasso sarebbe sottoposto al controllo ai fini della normativa antiusura. Ma non come erroneamente ritenuto dagli interpreti della sentenza della Corte di Cassazione (n. 350/2013) sopra enunciata mediante la mera somma algebrica del tasso di interesse convenzionale con il tasso di interesse moratorio pattuiti in contratto. Una simile assunzione porterebbe, peraltro, erroneamente, a determinare un tasso complessivo del 14,8% (tasso convenzionale pari al 6,8% e tasso di mora pari all'8,00%) superiore alla soglia di legge in vigore nel momento della pattuizione dei suddetti tassi, pari, come visto in precedenza all' 8,085%.

Si rammenta a tal riguardo che anche le più recenti pronunce delle corti di merito¹³⁴, hanno finalmente chiarito l'effettiva portata della sentenza n. 350/2013 della Suprema

¹³⁴ Trib. Milano, sent. 8 ottobre 2014 in causa RG 15787/2011; Trib. Roma, ord. 3 settembre 2014 in causa RG 41860/2014; Trib. Napoli, ord. 25 marzo 2014 in causa RG 18193/2013; Trib. Napoli, sent. 5949/2014; Trib. Verona, sent. 30 aprile 2014; Trib. Torino, sent. 1244/2014.

Corte di Cassazione: gli interessi di mora possono essere usurari, ma sono tali solo ove superino il tasso soglia per essi specificamente fissato.

Al fine di controllare l'usurarietà del tasso di mora si ritengono, dunque, condivisibili le procedure di controllo indicate dalla Banca d'Italia, peraltro approvate dalla stessa giurisprudenza di merito.

A tal fine, per il tasso di mora, confrontando il tasso previsto pattuito e posto pari all'8,00%, ed il tasso soglia fissato per la mora, che in aderenza alle procedure di controllo adottate dalla Banca d'Italia, risulterebbe pari all'11,235% $((5,39\% + 2,1\%) \times 1,5)$, non si rileva, nella fattispecie esaminata, alcun superamento delle soglie di legge.

In sintesi, il tasso di mora (8,00%) è inferiore al relativo tasso soglia (11,235%).

3.2 La determinazione del costo effettivo di un'operazione di apertura di credito.

Come visto nei precedenti capitoli, per la determinazione del costo effettivo di un'apertura di credito, invece, legislatore, giurisprudenza e dottrina, non sono stati unanimi nella sua definizione, poiché hanno sostenuto metodologie di calcolo differenti.

Peraltro, si osserva che per la categoria di operazioni: aperture di credito in c/c, finanziamenti per anticipi su crediti e documenti e sconto di portafoglio commerciale, credito *revolving* e *factoring*, le Istruzioni della Banca d'Italia, senza rendere noti i motivi di tale scelta, hanno previsto una formula diversa rispetto alle altre operazioni finanziarie prese in considerazione. Infatti, mentre per queste ultime non si rilevano difformità tra il concetto di tasso interno di rendimento, così come inteso dalla matematica finanziaria, e TEG indicato dalle Istruzioni, l'indicazione della formula del TEG per le aperture di credito e per tutte le altre operazioni appartenenti alla medesima categoria di credito, si discosta dal concetto di tasso di interesse nella sua accezione finanziaria¹³⁵, e questo come si dirà nel prosieguo ha della importanti

¹³⁵ Bigliardi M., *La verifica dei tassi di interesse usurari ex L. n. 108/1996 per le aperture di credito in conto corrente*, in Il Fisco, n. 15 del 2008.

implicazioni sul piano pratico nella determinazione del tasso applicato all'operazione in questione.

Di seguito, si illustra un confronto delle risultanze ottenibili con l'applicazione delle diverse formule matematiche, ossia un confronto tra le risultanze ottenibili con la formula che discenderebbe da un'interpretazione letterale dell'art. 644 del c.p. e le formule previste dalle norme tecniche emanate, in successione temporale, dalla Istruzioni della Banca d'Italia.

3.2.1 La determinazione del costo effettivo di un'operazione di apertura di credito: il conteggio delle competenze

Si ipotizzi un'apertura di credito su un conto corrente bancario, dell'importo di Euro 100.000,00, le ulteriori condizioni economiche (Tassi debitori e creditori, commissioni di massimo scoperto e spese) sono riepilogate nella Tabella seguente:

Tabella 4: condizioni economiche praticate sull'apertura di credito

CONDIZIONI ECONOMICHE	%
TASSO DEBITORE ANNUO ENTRO FIDO	8,00%
TASSO DEBITORE ANNUO EXTRA FIDO	10,00%
TASSO ANNUO CREDITORE	0,01%
CMS ENTRO	0,25%
CMS OLTRE	0,75%

SPESE	EURO
DIRITTI FISSI DI CHIUSURA	50,00
SPESE PER OPERAZIONE	1,00
ISTRUTTORIA FIDO	500,00

Fonte: nostra elaborazione

Si ipotizzi che il rapporto abbia avuto inizio il 31/12/2008 e che nel corso del I trimestre 2009 sia caratterizzato dalle seguenti movimentazioni:

Tabella 5: Movimenti interscorsi nel rapporto nel I trimestre 2009

DATA	VALUTA	OPERAZIONE	DARE	AVERE	SALDO
31/12/2008	31/12/2008	SALDO INIZIALE	-		-
01/01/2009	31/12/2008	ADDEBITO	50.000,00		-50.000,00
01/01/2009	01/01/2009	SPESE ISTRUTTORIA FIDO	500,00		-50.500,00
03/02/2009	31/01/2009	ADDEBITO	75.000,00		-125.500,00
03/02/2009	31/01/2009	ACCREDITO		100.000,00	-25.500,00
03/02/2009	03/02/2009	ACCREDITO		75.000,00	49.500,00
01/03/2009	01/03/2009	ADDEBITO	15.000,00		34.500,00
11/03/2009	22/03/2009	ACCREDITO		20.000,00	54.500,00
16/03/2009	16/03/2009	ADDEBITO	85.000,00		-30.500,00
28/03/2009	28/03/2009	ADDEBITO	45.000,00		-75.500,00

Fonte: nostra elaborazione

In considerazione delle condizioni economiche sopra descritte l'ammontare delle competenze (interessi creditori, interessi debitori, commissioni di massimo scoperto e spese di chiusura trimestrale) determinate alla fine del trimestre, alla data del 31/03/2009, viene calcolato e riepilogato nella Tabella successiva:

Tabella 6: prospetto riepilogativo del conteggio delle competenze

Saldo liquido al 31/03/2009			-€ 75.500,00
Saldo contabile al 31/03/2009			-€ 75.500,00
INTERESSI CREDITORI			
Entro il limite			
Decorrenza	Tasso	Numeri	Interessi
Oltre il limite			
Decorrenza	Tasso	Numeri	Interessi
03/02/2009	0,01%	1.804.500,00	€ 0,49
TOTALE INTERESSI CREDITORI			€ 0,49
RITENUTA FISCALE (27,000%)			€ 0
INTERESSI NETTI			€ 0
INTERESSI DEBITORI			
I scaglione			
Decorrenza	Tasso	Numeri	Interessi
31/12/2008	8,00%	2.354.000,00	€ 515,95
II scaglione			
Decorrenza	Tasso	Numeri	Interessi
TOTALE INTERESSI DEBITORI			€ 515,95
COMMISSIONE MASSIMO SCOPERTO			
Data	Aliquota	Base	Importo
28/03/2009	0,25%	75.500,00	€ 188,75
28/03/2009	0,00%	0,00	€ 0,00
Totale			€ 189
SPESE			
Per operazioni			€ 59
Rimborso forfettario			€ 0,00
Per comunicazioni			€ 0
Per amministrazione depositi			€ 0,00
Altre spese			€ 0
TOTALE SPESE			€ 59
RIEPILOGO COMPETENZE			
Interessi creditori			€ 0,36
Interessi debitori			-€ 515,95
Commissione massimo scoperto			-€ 188,75
Spese			-€ 59
SBILANCIO A VS. DEBITO			€ 763,33

Fonte: nostra elaborazione

L'ammontare delle competenze trimestrali a debito per il correntista è dunque risultato, al termine del trimestre di riferimento, pari a Euro 763,33, così composto:

- quanto a Euro 0,36, a titolo di interessi creditori;
- quanto a Euro 515,95, a titolo di interessi debitori;
- quanto a Euro 188,75, a titolo di commissione di massimo scoperto;
- quanto a Euro 59,00, a titolo di spese di chiusura trimestrale, ottenute dalla somma dei diritti fissi di chiusura per Euro 50,00, e dal costo dell'operazione per il numero di operazioni verificatesi nel trimestre, pari a Euro 9,00.

Il riassunto scalare, ossia il riepilogo della sequenza dei saldi ottenuti raggruppando giorno per giorno tutte le operazioni con eguale valuta e l'indicazione dei numeri debitori e creditori ottenuti mediante il prodotto di ogni saldo per i giorni intercorrenti dalla valuta dello stesso alla valuta del saldo successivo, è riportato nella tabella seguente:

Tabella 7: Il riassunto scalare del trimestre

Valuta	Saldi valuta	GG	ND I scaglione	ND II scaglione	NC entro
31/12/2008	-50.000,00	1	50.000,00		
01/01/2009	-50.500,00	30	1.515.000,00		
31/01/2009	-25.500,00	3	76.500,00		
03/02/2009	49.500,00	26			1.287.000,00
01/03/2009	34.500,00	15			517.500,00
16/03/2009	-50.500,00	6	303.000,00		
22/03/2009	-30.500,00	6	183.000,00		
28/03/2009	-75.500,00	3	226.500,00		

Fonte: nostra elaborazione

3.2.2 La determinazione del costo effettivo di un'operazione di apertura di credito secondo l'art. 644 del c.p.

Come osservato nel capitolo precedente il costo effettivo di un'operazione, ossia il tasso in concreto applicato dalla Banca, conformemente al dettato letterale dell'art. 644 del c.p., dovrebbe essere determinato facendo riferimento sia agli interessi, sia a tutti gli oneri e alle spese¹³⁶, rapportandoli all'ammontare di credito effettivamente erogato, che coincide con il totale dei numeri debitori ossia con i saldi debitori moltiplicati per i giorni intercorrenti tra la valuta di ciascuno e la valuta del saldo debitore successivo¹³⁷. In considerazione di quanto sopra, il tasso in concreto applicato (Tasso Annuo Effettivo Globale) deve essere determinato secondo la seguente formula:

¹³⁶ Nella voce oneri e spese devono essere considerate non solo le spese di chiusura trimestrale, la commissione di massimo scoperto, ma anche i diritti di istruttoria fido.

¹³⁷ I numeri debitori rappresentano, dunque, la somma degli utilizzati giornalieri per il numero di giorni.

$$TAEG = \frac{(Interessi_debitori + Oneri) \times 365}{Numeri_debitori} \times 100$$

Sulla base delle informazioni tratte dalla Tabella n. 6, di seguito, si illustra l'esito dei conteggi operati.

Si precisa, che ai sensi della formula sopra indicata (si veda tabella successiva):

- La colonna 5 si riferisce alla componente interessi del TAEG, ed è ottenuta dal rapporto tra gli importi indicati in colonna 2 (interessi) e gli importi indicati in colonna 4 (numeri debitori).
- La colonna 6 è relativa alla componente CMS del TAEG, ottenuta dal rapporto tra la colonna 3 (CMS) e la colonna 4 (numeri debitori).
- La colonna 7 è relativa alla componente oneri del TAEG, ottenuta dal rapporto tra la colonna 2 (spese) e la colonna 4 (numeri debitori):
- La colonna 8, rappresentata dalla somma delle tre componenti sopra indicate, individua il TAEG, ossia il costo complessivo di gestione del conto corrente, riferito al trimestre. Tale tasso è stato poi confrontato con il TEG medio aumentato della metà (tasso soglia)¹³⁸ riportato in colonna 10.

Tabella 8: Determinazione del TAEG in base all'art. 644 del c.p.

	1	2	3	4	5	6	7	8	9
TRIMESTRE	TOT. SPESE	INTERESSI	CMS	NUMERI	COMP. INT. DEL TAEG	COMP. CMS DEL TAEG	COMP. ONERI TAEG	TAEG	TASSI SOGLIA
I TRIMESTRE 2009	559,00	515,95	188,75	2.354.000,00	8,00%	2,93%	8,67%	19,594%	13,680%

Fonte: nostra elaborazione

Il TAEG ottenuto è risultato pari al 19,594% superiore al Tasso soglia del trimestre di riferimento. Nella suddetta fattispecie è stato confrontato con il TEG medio aumentato della metà per le operazioni di apertura di credito superiori a Euro 5.000,00, che nel I° trimestre 2009 è pari al 13,68%. Si osserva che in base alla suddetta formula il peso

¹³⁸ Si rammenta che, a partire dal 14 maggio 2011, data dell'entrata in vigore del D.L. n. 70/2011 (convertito in legge il 12 luglio 2011 n. 106), i tassi soglia riportati nella Relazione sono stati determinati aumentando il Tasso Effettivo Globale Medio (TEGM) di un quarto e aggiungendo ulteriori quattro punti percentuali.

della CMS rispetto al credito erogato corrisponde al 2,93%, mentre gli oneri comprensivi delle spese di istruttoria fido e delle spese di chiusura trimestrale sono risultati pari all'8,67% del credito erogato.

3.2.3 La determinazione del costo effettivo di un'operazione di apertura di credito secondo le Istruzioni della Banca d'Italia del febbraio 2006

Qualora si volesse applicare la formula indicata dalle Istruzione della Banca d'Italia (febbraio 2006) la determinazione del TAEG dovrebbe fondarsi su quanto disposto dalla nota della Banca d'Italia del 2 febbraio 2005 in cui si precisa che *"la verifica del rispetto delle "soglie" di legge da parte di ciascun intermediario richiede:*

- 1. il calcolo del tasso in concreto praticato - sommando gli interessi rapportati ai numeri debitori e gli oneri in percentuale sull'accordato, secondo le metodologie indicate al punto C3 - e il raffronto di tale tasso con la relativa soglia di legge;*
- 2. il confronto tra l'ammontare percentuale dalla CMS praticata e l'entità massima della CMS applicabile (c.d. CMS soglia), desunta aumentando del 50% l'entità della CMS media pubblicata nelle tabelle".*

Tenendo conto che *"l'applicazione di commissioni che superano l'entità della "CMS soglia" non determina, di per sé, l'usurarietà del rapporto, che va invece desunta da una valutazione complessiva delle condizioni applicate"*¹³⁹.

A tal fine la formula utilizzata per il calcolo del TAEG da confrontare con il tasso soglia è quella riportata dalle Istruzioni della Banca d'Italia per la categoria di operazioni riferibili alle Aperture di Credito, ovvero:

$$TAEG = \frac{Interessi \times 365}{Numeri_debitori} \times 100 + \frac{Oneri}{Accordato} \times 100$$

¹³⁹ A tal fine, per ciascun trimestre, l'importo della CMS percepita in eccesso va confrontato con l'ammontare degli interessi (ulteriori rispetto a quelli in concreto praticati) che la banca avrebbe potuto richiedere fino ad arrivare alle soglie di volta in volta vigenti ("margine"). Qualora l'eccedenza della commissione rispetto alla "CMS soglia" sia inferiore a tale "margine" è da ritenere che non si determini un supero delle soglie di legge.

Di seguito sono descritti gli elementi della formula utilizzata nel calcolo del TEG, come definiti nelle Istruzioni sopra richiamate:

- Interessi. Gli interessi sono rappresentati dalle competenze di pertinenza del trimestre di riferimento, incluse quelle derivanti da maggiorazioni di tasso applicate in occasione di sconfinamenti rispetto al fido accordato, in relazione al tasso di interesse annuo applicato.
- Numeri debitori. I numeri debitori sono dati dal prodotto tra i “capitali” a debito ed i “giorni”.
- Oneri. Ai sensi della legge il calcolo deve tener conto delle commissioni, remunerazioni a qualsiasi titolo e delle spese, escluse quelle per imposte e tasse, collegate all'erogazione del credito. In particolare nell'analisi devono essere considerate le spese relative ai diritti di istruttoria inerenti l'esame delle pratiche di affidamento, oltre alle spese di chiusura e di liquidazione addebitate con cadenza periodica sugli estratti conto.
- Accordato. Per accordato si intende “fido accordato”, ovvero l'ammontare del fido utilizzabile dal cliente in quanto riveniente da un contratto perfetto ed efficace, in mancanza della suddetta indicazione e nell'ipotesi di scoperti di conto corrente preventivamente autorizzati le Istruzioni prevedono di adottare il massimo saldo debitore registrato nel corso del trimestre.

La Commissione di massimo scoperto in base alle suddette Istruzioni deve essere invece esclusa dal calcolo poiché la stessa sino al 31 dicembre 2009 è stata rilevata separatamente nei decreti ministeriali. Pertanto, ai fini della determinazione del tasso effettivo globale medio, occorre rilevare separatamente la CMS, la quale deve essere calcolata sul massimo saldo debitore del trimestre e confrontata con la soglia CMS tempo per tempo vigente. L'incidenza percentuale della commissione di massimo scoperto è stata, dunque, conteggiata conformemente alla modalità di calcolo applicate dalla Banca, ovvero utilizzando la formula:

$$Cms = \frac{C.m.s}{Massimo_scoperto_trimestre} \times 100$$

Gli elementi per il conteggio sono descritti di seguito:

- Commissione Massimo Scoperto. Quale remunerazione delle somme messe a disposizione dall'istituto bancario, viene rilevata applicando tale aliquota sul massimo scoperto del trimestre.
- Massimo Scoperto del Trimestre. Rappresenta il massimo saldo dare (debitore) registrato nel trimestre.

Tale percentuale è stata poi confrontata con le soglie di legge ad essa relative vigenti nel I trimestre 2009.

Si precisa, che ai sensi della formula del TAEG sopra indicata (si veda tabella successiva):

- La colonna 6 si riferisce alla componente interessi del TAEG, e conformemente alla formula del TEG è ottenuta dal rapporto tra gli importi indicati in colonna 3 (interessi) e gli importi indicati in colonna 4 (numeri debitori).
- La colonna 7 è relativa alla componente oneri del TAEG, ottenuta dal rapporto tra la colonna 1 (spese) e la colonna 5 (fido accordato).
- La colonna 8 rappresentata dalla somma delle due componenti sopra indicate, individua il TEG, ossia il costo complessivo di gestione del conto corrente, riferito al trimestre. Tale tasso è stato poi confrontato con il TEG medio aumentato della metà (tasso soglia) riportato in colonna 9.
- La colonna 11 si riferisce alla componente c.m.s., ottenuta dal rapporto tra gli importi indicati in colonna 2 (c.m.s.) e gli importi indicati in colonna 10 (massimo scoperto del trimestre). Tale aliquota è stata poi confrontata con la soglia della CMS tempo per tempo vigente indicata in colonna 12, sino al 31 dicembre 2009.

Tabella 9: Determinazione del TAEG in base alle Istruzioni della Banca d'Italia del febbraio 2006

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
TRIMESTRI	TOT. SPESE	CMS	INTERESSI	NUMERI	FIDO ACCORDATO	COMP. INT. DEL TAEG	COMP. ONERI TAEG	TAEG	TASSI SOGLIA	MAX SCOPERTO DEL TRIM.	COMP. CMS DEL TAEG	SOGLIA CMS
I TRIMESTRE 2009	559,00	188,75	515,95	2.354.000,00	100.000,00	8,00%	0,56%	8,56%	13,68%	75.500,00	0,250%	0,99%

Fonte: nostra elaborazione

Il TAEG ottenuto è risultato pari al 8,56% inferiore al Tasso soglia del trimestre di riferimento. Si osserva che in base alla suddetta formula il peso della CMS rispetto al massimo saldo debitore registrato nel corso del trimestre è esattamente pari all'aliquota fissata in contratto, ossia pari allo 0,250%, ed è inferiore alla soglia CMS vigente nel trimestre di riferimento (0,99%), mentre gli oneri comprensivi delle spese di istruttoria fido e delle spese di chiusura trimestrale sono risultati pari all'0,56% del fido accordato.

3.2.4 La determinazione del costo effettivo di un'operazione di apertura di credito secondo le Istruzioni della Banca d'Italia dell'agosto 2009

Qualora al trimestre in esame e ai fini della determinazione del TAEG si volesse includere nella componente "Oneri" anche la commissione di massimo scoperto in base a quanto disposto dal 2° comma dell'art. 2 bis della legge n. 2/09, il quale prevede espressamente che la rilevazione del TEG debba tenere conto delle CMS, occorre fare riferimento alle nuove disposizioni per la rilevazione del TEG medio, emanate nel mese di agosto 2009 dalla Banca d'Italia, che includono nel calcolo del TEG sia le commissioni commisurate all'utilizzo, sia la remunerazione per la messa a disposizione dei fondi, che vengono conteggiate tra gli Oneri e rapportate al fido accordato in base alla seguente formula:

$$TEG = \frac{Interessi \times 365}{Numeri_debitori} \times 100 + \frac{Oneri + C.m.s.}{Accordato} \times 100$$

L'esito dei conteggi operati è illustrato di seguito.

Si precisa, che ai sensi della formula del TAEG sopra indicata (si veda tabella successiva):

- La colonna 6 si riferisce alla componente interessi del TAEG, e conformemente alla formula del TEG è ottenuta dal rapporto tra gli importi indicati in colonna 3 (interessi) e gli importi indicati in colonna 4 (numeri debitori).
- La colonna 7 è relativa alla componente CMS del TAEG, ottenuta dal rapporto tra la colonna 2 (CMS) e la colonna 5 (fido accordato).
- La colonna 8 è relativa alla componente oneri del TAEG, ottenuta dal rapporto tra la colonna 1 (spese) e la colonna 5 (fido accordato).
- La colonna 9 rappresentata dalla somma delle tre componenti sopra indicate, individua il TAEG, ossia il costo complessivo di gestione del conto corrente, riferito al trimestre. Tale tasso è stato poi confrontato con il TEG medio aumentato della metà (tasso soglia) riportato in colonna 10.

Tabella 10: Determinazione del TAEG in base alle Istruzioni della Banca d'Italia dell'agosto 2009

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
TRIMESTRE	TOT. SPESE	CMS	INTERESSI	NUMERI	FIDO ACCORDATO	COMP. INT. DEL TAEG	COMP. CMS DEL TAEG	COMP. ONERI DEL TAEG	TAEG	TASSI SOGLIA
I TRIMESTRE 2009	559,00	188,75	515,95	2.354.000,00	100.000,00	8,00%	0,189%	0,56%	8,75%	13,68%

Fonte: nostra elaborazione

Il TAEG ottenuto è risultato pari all'8,75% inferiore al Tasso soglia del trimestre di riferimento. Si osserva che in base alla suddetta formula il peso della CMS rispetto all'ammontare di fido accordato è risultato pari allo 0,189%, mentre gli oneri comprensivi delle spese di istruttoria fido e delle spese di chiusura trimestrale sono risultati pari all'0,56% del fido accordato.

4 Confronto delle risultanze ottenute

Per agevolare il confronto si riepilogano di seguito le risultanze ottenute dall'adozione delle diverse formule esposte in precedenza.

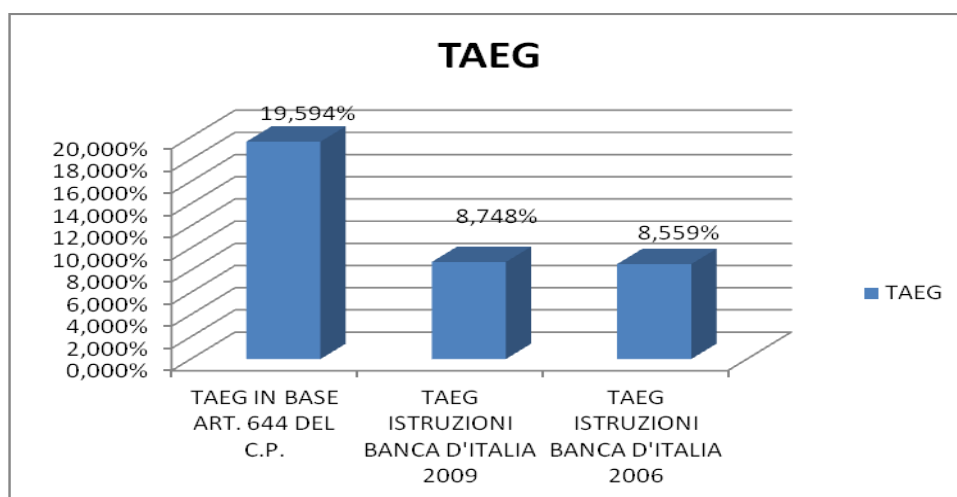
Tabella 11: Confronto risultanze ottenute dall'applicazione delle diverse formule di determinazione del TAEG

CONFRONTO RISULTANZE	COMP. INTERESSI	COMP. ONERI	COMP. CMS	TAEG
TAEG IN BASE ART. 644 DEL C.P.	8,00%	8,67%	2,927%	19,594%
TAEG ISTRUZIONI BANCA D'ITALIA 2009	8,00%	0,56%	0,189%	8,748%
TAEG ISTRUZIONI BANCA D'ITALIA 2006	8,00%	0,56%	0,250%	8,559%

Fonte: nostra elaborazione

Graficamente, dunque, si avrebbe la seguente situazione:

Figura 1: Confronto risultanze in applicazione delle diverse formule

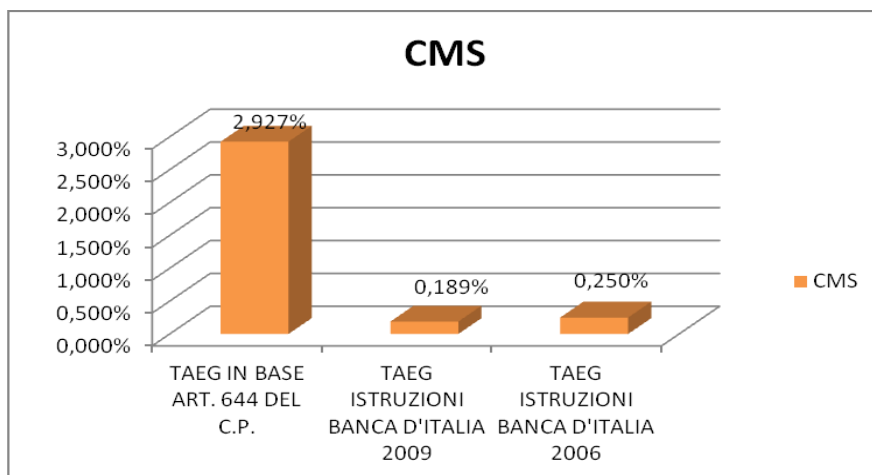


Fonte: nostra elaborazione

In particolare, si osserva che la discriminante tra le diverse risultanze sopra illustrate è rappresentata dal diverso trattamento nelle formule esaminate della componente oneri e dalla componente relativa alla commissione di massimo scoperto.

In particolare in merito alla CMS, di seguito è illustrato graficamente un confronto del diverso costo espresso in termini percentuali nelle differenti formule adottate:

Figura 2: Confronto CMS in applicazione delle diverse formule

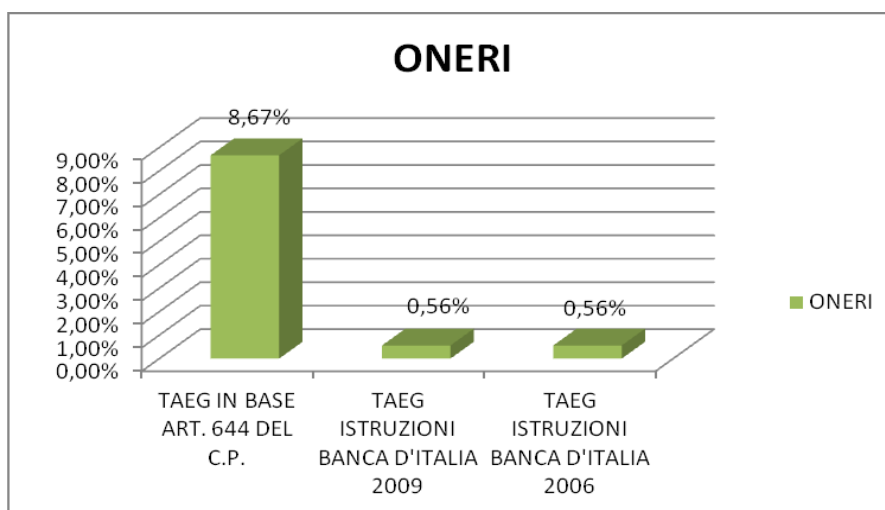


Fonte: nostra elaborazione

E' utile osservare che la formula indicata nelle Istruzioni dell'agosto 2009, riduce l'incidenza percentuale della commissione di massimo scoperto, poiché quest'ultima anziché essere rapportata alla punta massima di scoperto è invece rapportata all'ammontare dell'importo affidato.

Analogamente per gli oneri, il grafico successivo permette di meglio illustrare un confronto del diverso costo espresso in termini percentuali della componente nelle differenti formule adottate:

Figura 3: Confronto oneri in applicazione delle diverse formule



Fonte: nostra elaborazione

Con riferimento alla componente Oneri, si osserva, invece, che qualora rapportata all'utilizzato (numeri debitori), l'impatto è di circa 15 volte superiore rispetto ad una sua determinazione in funzione del fido accordato.

In altri termini, in base alla formula del TAEG conforme ad una interpretazione letterale delle disposizioni dell'art. 644 del c.p. l'effetto del conteggio della "CMS" e degli "Oneri" è quello di provocare una duplicazione del tasso d'interesse debitore. Ciò ha come conseguenza che anche per pochi giorni di scoperto l'effettivo tasso d'interesse può assumere valori molto elevati ben al di sopra delle soglie usura. La suddetta circostanza può accadere molto facilmente nella prassi operativa delle imprese, le quali possono trovarsi a dover fronteggiare situazioni di sfasamenti temporali tra incassi e pagamenti anche se per periodi molto ridotti e senza che ciò determini situazioni di particolari difficoltà per le imprese stesse. Tuttavia, il divario esistente tra l'ammontare complessivo del credito erogato in un determinato periodo (utilizzato) e la scopertura media del rapporto nel medesimo periodo amplificano notevolmente il costo della commissione di massimo scoperto e degli oneri, in quanto questi ultimi come visto sono anch'essi rapportati ai numeri debitori al pari degli interessi.

A tal riguardo, è necessaria, una precisazione giuridica, in quanto gli interessi, secondo l'art. 820 del c.c., sono i frutti civili corrispettivi del godimento di capitali altrui, e maturano giorno per giorno in ragione della durata del diritto (art. 821, 3 comma c.c.). La commissione di massimo scoperto non rappresenta il frutto del godimento di un altrui somma (per il tempo del godimento stesso), essa, infatti, non è da intendersi come il corrispettivo di una somma per il tempo dell'utilizzo. Tale commissione è indubbiamente un costo ma è collegato all'elasticità dell'utilizzo ed è funzione di tale elasticità. In altre parole, dipende dal comportamento dell'impresa stessa e dunque dalla modalità con cui la stessa ricorre e utilizza l'importo ad essa affidato. Analogamente per gli oneri, gli stessi non sono commisurati alla quantità di denaro goduto per il tempo di godimento, poiché sono previsti al termine di ogni trimestre sia in misura fissa e dunque in misura del tutto indipendente dall'ammontare di credito erogato, sia in misura variabile, dipendente dal numero di movimentazioni intercorse

nel periodo, in particolare questi ultimi dipendono, più che dall'ammontare della somma presa a prestito per il tempo di utilizzo, dal mero comportamento del soggetto affidato.

Si è del parere, dunque, che non sia corretto trattare la commissione di massimo scoperto e gli oneri alla stessa stregua degli interessi. In particolare la commissione di massimo scoperto, non esprime, al contrario degli interessi, il corrispettivo della quantità di denaro goduto per il tempo di godimento. Essa, invece, esprime una percentuale sul picco massimo del fido utilizzato, indipendentemente dal tempo di godimento del suddetto importo.

Per tutto quanto sopra detto, un'interpretazione letterale dell'art. 644 del c.p. porta a risultanze fuorvianti, tuttavia, ci si interroga sull'adeguatezza o correttezza delle formule proposte dalle Istruzioni della Banca d'Italia, anche nella prospettiva aziendale, allo scopo di affinare la determinazione del costo del debito di talune forme tecniche, e a questo quesito si tenterà di dare una risposta nel prosieguo e nelle conclusioni del presente lavoro.

5 Criticità applicative della formula indicata dalle Istruzioni

Come accennato nel paragrafo 3.2 del presente lavoro l'indicazione della formula del TEG per le aperture di credito e per tutte le altre operazioni appartenenti alla medesima categoria di credito, si discosta dal concetto di tasso di interesse nella sua accezione finanziaria, ossia di tasso interno di rendimento (o anche "IRR"). E' indubbio, che la formula dell'equivalenza finanziaria descritta per determinare il costo effettivo delle operazioni di finanziamento possa ritenersi una formula universale, di determinazione del tasso in concreto applicato al rapporto, per tutte quelle operazioni per le quali sono noti i flussi finanziari e la data di manifestazione degli stessi. Come visto, essa consiste nell'individuare quel tasso che rende uguali il valore attuale degli importi presi a prestito al valore attuale degli esborsi necessari all'estinzione, in funzione di una legge di capitalizzazione di periodo corrispondente a K (intervallo

espresso in periodi da capitalizzare di durata specifica tra la data del prestito e le date dei rimborsi, e che può essere mensile, trimestrale, semestrale, annuale). Ma l'applicazione della suddetta formula finanziaria risulterebbe particolarmente complessa nelle operazioni di apertura di credito, a causa delle caratteristiche proprie di questo tipologia di prestito, e consistenti sia nell'indeterminatezza della durata e dell'entità del finanziamento effettivamente erogato, sia nell'alternarsi di flussi di cassa positivi e di flussi di cassa negativi¹⁴⁰. Nella suddetta fattispecie, in altri termini, non sarebbe garantita l'unicità del tasso interno, in quanto si avrebbero più soluzioni, e dunque più tassi interni di rendimento, derivanti proprio dall'alternanza di segno dei flussi di cassa¹⁴¹.

Pertanto, la scelta della Banca d'Italia di adottare una formula diversa per la suddetta tipologia di operazione può ritenersi condivisibile, anche in considerazione di una semplificazione del processo di rilevazione statistica dei tassi medi. In tal modo, infatti, si eviterebbe la complessità imposta dai meccanismi iterativi di determinazione del tasso, propri della formula dell'equivalenza finanziaria.

Una considerazione doverosa riguarda, invece, il significato finanziario dei due addendi della formula:

$$TAEG = \frac{Interessi \times 365}{Numeri_debitori} \times 100 + \frac{Oneri}{Accordato} \times 100$$

In primo luogo, si osserva che la suddetta formula somma due addendi tra loro ben diversi, interessi e oneri. In altre parole, se da un lato possono ravvisarsi elementi comuni, ossia, il fatto che trattasi in un caso e nell'altro di mere percentuali, non possono sfuggire anche alcuni aspetti di difformità, in quanto le basi di calcolo sono

¹⁴⁰ Infatti, solo nel caso in cui si avesse un primo flusso negativo corrispondente all'importo preso a prestito e successivi flussi di cassa positivi, sarebbe possibile individuare un tasso interno di rendimento, unico e certo, per l'intera durata dell'operazione.

¹⁴¹ V. Bigliardi M., cit: *"l'equazione essendo di grado algebrico pari a K può infatti ammettere K soluzioni reali. Un esempio molto semplice di pluralità dei tassi interni di rendimento è formulato da Hirschleifer Jack, (On Multiple rates of return: comment, in The Journal of Finance, volume 24, marzo 1968). L'autore invita infatti a ipotizzare la seguente sequenza di flussi di cassa annuali -1; +5; -6. Questa ipotetica operazione finanziaria ammette quali soluzioni sia il tasso interno del 100% che quello del 200% (...)"*

diverse: per gli interessi i numeri debitori, ossia l'utilizzato, e per gli oneri, invece, il fido accordato.

Tuttavia, le considerazioni sopra esposte sull'impiego di un'unica base di calcolo portano, come visto, a risultanze fuorvianti, sia nel caso in cui venisse impiegato come denominatore il credito effettivamente erogato (numeri debitori), stante la diversa natura delle componenti al numeratore, sia qualora fosse impiegato l'ammontare del fido accordato, in quanto gli interessi sarebbero trattati alla stessa stregua degli oneri, in termini di incidenza percentuale sull'importo accordato, senza alcuna considerazione del tempo di godimento della somma presa a prestito.

In secondo luogo, si osserva che il primo addendo evidenzia l'esistenza di una relazione lineare tra interessi e capitale¹⁴², tale per cui il risultato della suddetta formula individuerrebbe anziché il tasso effettivo, ossia quel tasso che deve incorporare, nell'accezione finanziaria, anche la periodicità di addebito degli interessi, il tasso nominale annuo applicato ai saldi debitori registrati nel corso del trimestre. A dimostrazione di quanto sopra, si riportano di seguito le risultanze ottenute nei paragrafi precenti (v. par. 3.2.2; 3.2.3; 3.2.4) in relazione alla sola componente "Interessi" del TAEG, atteso che il Tasso di interesse nominale annuo fissato in contratto è dell'8%:

Tabella 12: Confronto componente Interessi del TAEG

CONFRONTO RISULTANZE	COMP. INTERESSI DEL TAEG
TAEG IN BASE ART. 644 DEL C.P.	8,00%
TAEG ISTRUZIONI BANCA D'ITALIA 2009	8,00%
TAEG ISTRUZIONI BANCA D'ITALIA 2006	8,00%

Fonte: nostra elaborazione

Si osserva, dunque, che l'applicazione della formula restituisce non un "tasso effettivo" ma un tasso di interesse nominale annuo, pari esattamente nel nostro esempio numerico, al tasso di interesse debitore pattuito in contratto, senza alcuna

¹⁴² Capra M., Capra R., *L'accertamento tecnico dell'usura per le aperture di credito in conto corrente*, Quaderni della Scuola di Alta Formazione, nr. 42, Ordine dei Dottori Commercialisti e degli esperti Contabili di Milano

considerazione della periodicità di addebito delle suddette competenze (interessi, oneri e commissioni).

Anche per il secondo addendo è possibile rilevare la mancanza di qualsiasi fattore temporale riferibile alla componente “Oneri”, la quale è rapportata in termini percentuali all’importo massimo erogabile, prescindendo dall’effetto del suo addebito trimestrale.

Per tutto quanto sopra detto, si può concludere dunque che la formula prevista dalla Istruzioni, non determina un vero e proprio “tasso effettivo”, poiché non riflette anche gli effetti derivanti dalla capitalizzazione periodica degli interessi e degli oneri, che come noto sono addebitati generalmente con cadenza trimestrale, e producono interessi, insieme al capitale, nei trimestri successivi.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte, di seguito si riportano le risultanze ottenute nei precedenti paragrafi in termini di TAEG espresso su base annua, ossia espressione anche degli effetti derivanti dalla capitalizzazione periodica degli interessi, spese e commissioni, mediante la formula di conversione, che consente il passaggio dal Tasso Nominale Annuo (TAN) al Tasso Annuo Effettivo Globale (TAEG):

$$TAEG = \left\{ \left(1 + \frac{TAN}{k} \right)^K - 1 \right\} \times 100$$

Dove:

- i_{TAN} è il tasso nominale annuale;
- k sono i periodi di capitalizzazione infrannuale. In considerazione del regime di capitalizzazione trimestrale, K è posto pari a 4.

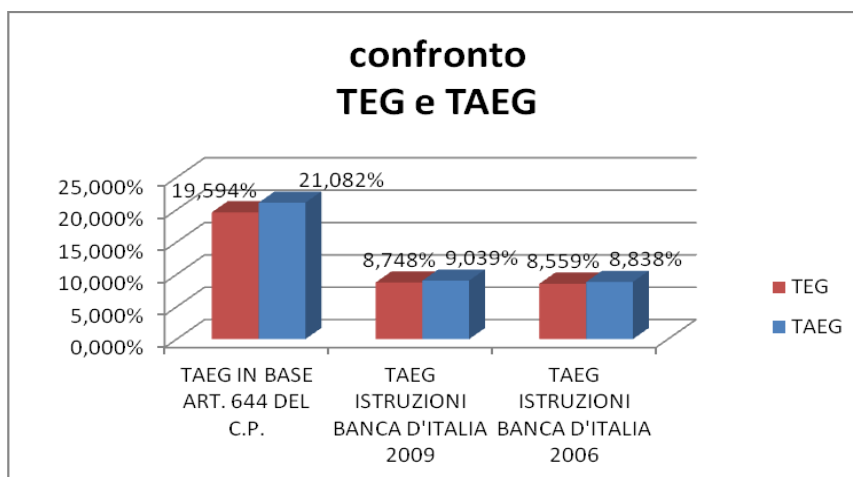
Tabella 13: Confronto risultanze ottenute considerando il regime di capitalizzazione trimestrale

CONFRONTO RISULTANZE	COMP. INTERESSI	COMP. ONERI	COMP. CMS	TAEG SU BASE TRIMESTRALE	TAEG SU BASE ANNUALE
TAEG IN BASE ART. 644 DEL C.P.	8,00%	8,67%	2,927%	19,594%	21,082%
TAEG ISTRUZIONI BANCA D'ITALIA 2009	8,00%	0,56%	0,189%	8,748%	9,039%
TAEG ISTRUZIONI BANCA D'ITALIA 2006	8,00%	0,56%	0,250%	8,559%	8,838%

Fonte: nostra elaborazione

Graficamente, il confronto può essere riepilogato come segue:

Figura 4: Confronto risultanze



Fonte: nostra elaborazione

Applicando la formula di conversione alle risultanze precedentemente individuate nei paragrafi 3.2.2; 3.2.3; 3.2.4 (che per agevolare il confronto indichiamo con la dizione TEG), si osserva un incremento del TAEG, ascrivibile alla considerazione del regime di capitalizzazione trimestrale delle competenze (interessi, oneri e commissioni). A parere di chi scrive, dunque, un TAEG così determinato può ritenersi un tasso effettivo conforme alla configurazione di tasso d'interesse propria della teoria finanziaria.

In conclusione, data la complessità dell'operazione di apertura di credito, caratterizzata dall'indeterminatezza, sia della durata e sia dell'entità del finanziamento effettivamente erogato, nonché dall'alternarsi di flussi finanziari negativi e positivi, non sarebbero applicabili i meccanismi iterativi tesi all'individuazione di un unico tasso interno di rendimento (IRR) e fondati sulla formula dell'equivalenza finanziaria, per tali motivi si accoglie la validità della formula semplificata adottata dalla Banca d'Italia. Tuttavia, come dimostrato, la suddetta formula, non solo somma due addendi aventi basi di calcolo diverse, sebbene, come sopra illustrato, l'eventuale tentativo di uniformare il denominatore della formula, determinerebbe risultati non corretti, ma non porta, neanche alla determinazione di un tasso effettivo, come inteso nella configurazione finanziaria. Si ritiene corretto, dunque, allo scopo di rendere quanto più fedele, il concetto di tasso effettivo indicato dalle Istruzioni ai modelli della teoria finanziaria, che il TAEG debba riflettere oltre alle componenti di costo sopra delineate

anche l'effetto anatocistico, derivante dal regime di capitalizzazione trimestrale adottato dagli intermediari finanziari per il calcolo degli interessi, oneri e commissioni.

Cap. V: Sintesi e Conclusioni

Il *primo* capitolo del presente lavoro, dedicato all'analisi della letteratura che si è occupata della ricerca della struttura finanziaria ottimale di un'impresa, ha evidenziato che non esiste una risposta univoca da parte dei numerosi e autorevoli studiosi che si sono cimentati su queste complesse problematiche. Il rapporto d'indebitamento, infatti, influenza il valore dell'impresa in funzione di molteplici determinanti (relative a caratteristiche d'impresa e ambientali) e solo dal diverso atteggiarsi e dalla combinazione di esse è possibile trarre indicazioni sull'ottimale rapporto tra capitale di rischio e capitale di credito.

Il *secondo* capitolo ha approfondito il principale fattore da cui dipende la scelta della struttura finanziaria e cioè il costo della fonte di finanziamento; in particolare, sono stati esaminati i costi associati alle diverse fonti di finanziamento reperite dalle imprese presso gli intermediari finanziari. Lo studio ha evidenziato che, se è corretto che, all'aumentare del rischio dell'investimento, il finanziatore richieda un'adeguata remunerazione che si traduce in un aumento del costo della fonte di finanziamento per l'impresa, la suddetta remunerazione viene sottoposta ad un meccanismo di controllo da parte del legislatore, (introdotto con la legge n. 108 del 1996, la c.d. legge antiusura) che fissa un limite oltre il quale i tassi di interesse pretesi dai finanziatori sono considerati usurari e sanzionati sia dalle norme penali, sia dalle norme civili. Ai fini della presente ricerca, lo studio della suddetta norma ha consentito di approfondire la tematica del costo del capitale di debito che, sebbene dal punto di vista teorico non comporti per lo studioso criticità alcuna (il costo di una fonte, in termini percentuali, si individua rapportando il compenso elargito al finanziatore con il capitale da questi fornito all'impresa), dal punto di vista applicativo, anche a causa della sofisticazione delle tipologie di finanziamento, ma soprattutto delle complesse forme di remunerazione richieste dalle banche, determina non poche incertezze e problematiche. Da ciò discende l'assoluta necessità di dotarsi di un adeguato apparato metodologico volto a determinare correttamente il costo delle fonti, non solo ai fini, qui investigati, dell'applicazione della legge anti-usura, ma anche al fine di individuare correttamente il costo medio ponderato del capitale, con tutte le evidenti conseguenze

operative per la gestione d'impresa e, segnatamente, per le decisioni di investimento e di finanziamento.

Nel *terzo* capitolo, sono state illustrate e commentate le problematiche concettuali che emergono con l'applicazione della citata legge anti-usura. In particolare, questa legge, facendo rinvio alle Istruzioni della Banca d'Italia emanate a tal fine, indica le modalità attraverso le quali individuare il costo effettivo di una operazione di finanziamento, allo scopo di confrontarlo con le soglie usura periodicamente pubblicate attraverso i decreti ministeriali.

Tali modalità, come visto, che hanno preso forma concreta attraverso due distinte formule a seconda della tipologia di finanziamento, si sono rivelate di difficile interpretazione riguardo al trattamento di talune componenti di costo (ad esempio commissioni di massimo scoperto e interessi di mora sulle rate scadute e non pagate) di alcune tipologie di finanziamento.

In questa prospettiva, è stata analizzata la definizione di TAEG (Tasso annuo effettivo globale) introdotta nel nostro ordinamento dalla direttiva per il credito al consumo e la definizione di TEG (Tasso effettivo globale) indicato, invece, dalle Istruzioni della Banca d'Italia ai fini della rilevazione dei tassi soglia ai sensi della legge anti-usura. L'analisi ha evidenziato analogie e differenze tra le due definizioni.

In particolare, abbiamo dimostrato che, mentre non sussistono particolari problematiche per la determinazione del costo effettivo di un mutuo, poiché anche le Istruzioni emanate dalla Banca d'Italia recepiscono quanto espressamente stabilito dalla normativa comunitaria, così non è per talune operazioni, come le aperture di credito in conto corrente, finanziamenti per anticipi su crediti e documenti e sconto di portafoglio commerciale, credito *revolving* e *factoring*. La formula del TEG proposta dalle Istruzioni per la rilevazione dei tassi effettivi globali medi, ai sensi della legge antiusura, per le suddette operazioni si discosta notevolmente da:

- 1) la formula del tasso effettivo indicata nella Direttiva, in materia di credito al consumo;
- 2) la formula, che per la determinazione del tasso di interesse usurario considera interessi, commissioni, remunerazioni a qualsiasi titolo e spese collegate

all'erogazione del credito, e che deriva da una interpretazione letterale del disposto dell'art. 644 del c.p.

In primo luogo, è stato osservato che le suddette formule si discostano dal calcolo del TEG indicato dalle Istruzioni della Banca d'Italia, in quanto nelle prime, tutti gli elementi di costo vengono rapportati ai numeri debitori (credito erogato), mentre nella formula del TEG alcuni elementi (gli interessi) sono rapportati ai numeri debitori, e altri elementi (oneri) vengono rapportati al fido accordato.

In secondo luogo, si è osservato che l'art. 644 del c.p., nell'identificare il tasso di interesse usurario, si riferisce ad un tasso comprensivo di tutte le spese connesse all'erogazione del credito, ivi inclusa la commissione di massimo scoperto, mentre nella formula di calcolo del TEG, indicata dalle Istruzioni, almeno sino al 1° gennaio 2010, la commissione di massimo scoperto è stata esclusa, in quanto rilevata separatamente. Ciò ha comportato, per i periodi precedenti all'introduzione delle nuove Istruzioni da parte della Banca d'Italia (agosto 2009), che invece considerano la suddetta componente di costo, ulteriori problematiche ai fini della rilevazione dell'usura in termini di omogeneità nel confronto.

In particolare, sul trattamento della commissione di massimo scoperto, sono stati ripercorsi i diversi orientamenti della dottrina e della giurisprudenza, taluni favorevoli all'esclusione (dalla formula di calcolo del tasso effettivo) della commissione di massimo scoperto, per la sua diversa modalità di calcolo rispetto agli interessi, e altri invece contrari, in base alla tesi per cui la CMS andrebbe intesa quale onere aggiuntivo potenzialmente produttivo di usura. Sono state, inoltre, affrontate ulteriori problematiche connesse all'entrata in vigore della legge anti-usura, quali l'usura sopravvenuta, il trattamento e l'effetto anatocistico riscontrabile sulle operazioni di mutuo.

Nel *quarto* capitolo, sono state esaminate le problematiche emergenti dalla applicazione concreta delle formule analizzate nel terzo capitolo e sono state proposte possibili soluzioni.

In particolare, per le operazioni di mutuo non sono state riscontrate particolari problematiche in merito all'applicazione della formula prevista dalle Istruzioni della Banca d'Italia per la determinazione del tasso effettivo.

Per le operazioni di apertura di credito, mediante un'esemplificazione numerica, invece, si è proposto un confronto tra le diverse risultanze scaturenti dall'applicazione delle alternative formule proposte dalla dottrina e dalla giurisprudenza. In particolare, è stato dimostrato che, con la formula del tasso effettivo (TAEG) conforme ad una interpretazione letterale delle disposizioni contenute nell'art. 644 del c.p., l'effetto del conteggio della commissione di massimo scoperto e degli oneri rapportati all'ammontare del credito erogato, provoca una duplicazione del tasso d'interesse debitore, portando a risultati fuorvianti, che dal punto di vista aziendalistico non sono accettabili. A tal riguardo, si è osservato che, mentre gli interessi rappresentano il corrispettivo di una somma presa a prestito per il tempo di utilizzo, la commissione di massimo scoperto e gli oneri sono componenti di costo che non sono commisurati alla quantità di denaro goduto per il tempo di godimento. La prima, infatti, esprime una percentuale sul picco massimo del credito utilizzato, indipendentemente dal tempo di godimento del suddetto importo. Essa, dunque, rappresenta una componente di costo collegato all'elasticità dell'utilizzo, dipende, cioè, dal comportamento dell'impresa stessa e quindi dalla modalità con cui la stessa utilizza l'importo ad essa affidato. Gli oneri, sono stabiliti contrattualmente, sia in misura fissa e indipendentemente dal valore del prestito, sia in misura variabile, dipendente spesso dal numero di movimentazioni, e quindi anch'essi non sono legati all'ammontare della somma presa a prestito per il tempo di utilizzo, ma dipendono dalle modalità di comportamento dell'utente bancario.

Conseguentemente, si è giunti alla conclusione che non è corretta una formula di calcolo del TAEG che tratta alla stessa stregua degli interessi, anche gli oneri e la commissione di massimo scoperto, poiché in questa accezione, *"l'usuraietà del rapporto dipenderebbe dall'imprevedibile libero comportamento del cliente"*¹⁴³.

Per tutto quanto sopra detto, la scelta della Banca d'Italia di rilevare separatamente la commissione di massimo scoperto e poi successivamente, a partire dal 1 gennaio 2010, di includerla tra gli "Oneri" rapportandola al fido accordato può ritenersi una scelta metodologica ragionevole e accettabile dal punto di vista aziendalistico. In primo luogo, in quanto risponde ad un'esigenza di protezione degli interessi degli operatori economici e

¹⁴³ Paolo Ferro Luzzi, "Ci risiamo", op. cit.

più in generale di tutti coloro i quali fanno ricorso a un finanziamento. Qualora, infatti, nella rilevazione del TEG medio, la CMS, fosse considerata alla stessa stregua dell'interesse corrispettivo e dunque rapportata ai numeri debitori, i tassi soglia che ne scaturirebbero, come visto, risulterebbe ingiustificatamente più elevati in danno degli stessi utenti bancari, che vedrebbero ridotta la protezione riconosciuta loro dalla legge.

In secondo luogo, la suddetta formula, nella nuova formulazione (Istruzioni Banca d'Italia agosto 2009) è conforme anche alla novellata disciplina in materia di commissione di massimo scoperto, legge n. 2 del 2009, atteso che la sua corresponsione può essere richiesta solo nei limiti del fido accordato.¹⁴⁴ D'altra parte l'accoglimento di tale costo da parte dell'Organo di Vigilanza nella formula matematica di calcolo del TEG, a partire dal 1 ° gennaio 2010, non lascia dubbi sul fatto che la stessa, in quanto componente connessa al finanziamento, debba concorrere alla determinazione del tasso effettivo.

E' stato anche osservato che, sebbene le tesi sopra esposte sulla validità della formula delle Istruzioni indicate dall'Organo di Vigilanza siano meritevoli di pregio, per i periodi precedenti all'entrata in vigore della legge n. 2 del 2009, la questione del trattamento della commissione di massimo scoperto resta ancora irrisolta: non sarebbe ammissibile, infatti, un confronto tra due entità eterogenee, poiché il TEG medio aumentato della metà rilevato dalla Banca d'Italia, almeno sino al 31/12/2009, non la include. Si ritiene corretto, pertanto, che per i periodi precedenti all'introduzione della nuova formulazione di TEG (sino a dicembre 2009), allo scopo di verificare l'usurarietà del rapporto, l'importo della commissione eventualmente percepita in eccesso dalle banche vada confrontato con l'ammontare degli interessi (ulteriori rispetto a quelli in concreto praticati) che la banca avrebbe potuto richiedere fino ad arrivare alle soglie di volta in volta vigenti ("margine").

¹⁴⁴ Cian M., nel *Il costo del credito bancario alla luce dell'art. 2 -bis L 2/2009 e della legge 102/2009: commissione di massimo scoperto, commissione di affidamento e usura*, in Banca, Borsa, Titoli di credito, fasc. 2, 2010, si sofferma sulla circostanza che: In base alla novellata disciplina, la soglia antiusura e la soglia ex art. 2-bis della legge n. 102/2009, operano parallelamente e autonomamente, devono cioè essere rispettate contestualmente entrambe, per cui una commissione di massimo scoperto o di affidamento pura, deve certamente rimanere al di sotto della soglia dello 0,5%, ma anche quando rispetta questo limite, può risultare comunque illecita e non è dunque dovuta se concorre alla formazione di un tasso usurario. In altre parole, qualora fosse solo il tasso d'interesse a superare le soglie usuarie la sanzione prevista dall'art. 1815 del c.c. azzererebbe non solo quest'ultimo ma anche tutte le altre componenti di costo legate all'operazione.

Qualora l'eccedenza della commissione rispetto alla "CMS soglia" sia inferiore a tale "margine" è da ritenere che non si determini un supero delle soglie di legge.

In merito alla componente "Oneri" della formula, si ritiene condivisibile rapportare i suddetti costi all'importo della somma presa a prestito (fido accordato), piuttosto che all'importo del credito effettivamente erogato, in quanto gli stessi non sono commisurati alla quantità di denaro goduto per il tempo di godimento. Tuttavia, occorre considerare che, nel momento in cui si scrive è in atto una politica monetaria europea espansiva¹⁴⁵ che sta portando ad una progressiva riduzione dei tassi di rendimento dei titoli di Stato¹⁴⁶, con conseguente riduzione dei tassi di interesse sui mutui e sui finanziamenti alle imprese. Non vi è dubbio, dunque, che gli oneri, oggi più che mai, giochino un ruolo importante ai fini della remunerazione richiesta dagli intermediari finanziari. In quest'ottica, anche al fine di impedire il fenomeno di un aumento eccessivo dell'incidenza degli stessi sul costo dei finanziamenti (in particolare per gli oneri previsti in misura fissa), sarebbe auspicabile un intervento del legislatore che stabilisca, così come fatto per la commissione di massimo scoperto, un tetto massimo trimestrale, in misura percentuale sull'importo dell'affidamento.

Quanto sopra detto, valida la formula applicata dalle Istruzioni per determinare il tasso effettivo delle operazioni di apertura di credito, anche in considerazione del fatto che per la suddetta operazione la formula finanziaria dell'IRR (*Internal Interest Rate*) o tasso interno di rendimento, applicato invece dalle Istruzioni per altre forme di finanziamento, è di complessa applicazione, in quanto, a causa delle caratteristiche proprie di questa tipologia di prestito (indeterminatezza della durata e dell'entità del finanziamento effettivamente erogato, alternarsi di flussi di cassa positivi e negativi), non sarebbe garantita l'unicità del tasso, poiché si individuerebbero più soluzioni, e quindi più tassi interni di rendimento, derivanti proprio dall'alternanza di segno dei flussi di cassa.

¹⁴⁵ La manovra di politica monetaria messa in atto dalla Banca Centrale Europea nel mese di marzo 2015 è definita "*quantitative easing*" e consiste nell'acquisto con moneta "nuova" di titoli di Stato e di altra natura, al fine di contribuire all'aumento della liquidità sul sistema finanziario e contemporaneamente alla riduzione dei tassi di interesse. E' noto, infatti, che questi ultimi sono fortemente influenzati non solo dalle politiche monetarie della BCE, ma anche dall'inflazione e dal rendimento dei titoli di Stato.

¹⁴⁶ Ad esempio, nel momento in cui si scrive i tassi Euribor, così come i rendimenti dei titoli di Stato sono sotto lo zero. Questo significa anche che un mutuatario può pagare un tasso inferiore allo *spread*. Per evitare questa anomalia le banche inseriscono nei nuovi contratti delle clausole finalizzate a impedire di sottrarre il valore dell'Euribor quando questo diventa negativo.

Sebbene, si sia accolta la validità della formula proposta dalle Istruzioni, lo studio ha, tuttavia, dimostrato che dall'applicazione della stessa scaturiscono comunque delle problematiche dovute principalmente a due ordini di motivi: da un lato, la formula da applicare comporta delle oggettive difficoltà di trattamento delle variabili di *input*, con particolare riferimento alla ricercata omogeneità (cioè coerenza) tra le componenti di costo da considerare e le relative basi di calcolo a cui esse devono essere rapportate; dall'altro la formula stessa denuncia una certa incompletezza, riferibile alla mancata considerazione del fattore tempo, che a sua volta, come noto, incide sul costo della fonte per effetto del regime di capitalizzazione.

In merito al primo aspetto, la suddetta formula somma due addendi aventi basi di calcolo diverse, ma come illustrato, l'eventuale tentativo di uniformare il denominatore della formula, determinerebbe risultati non corretti e fuorvianti, a causa della diversa natura delle componenti di costo indicate al numeratore.

In merito al secondo aspetto, si è dato prova che la suddetta formula non porta alla determinazione di un tasso effettivo, come inteso nella configurazione finanziaria, poiché non riflette anche gli effetti derivanti dalla capitalizzazione periodica degli interessi e degli oneri, che come noto sono addebitati con cadenza trimestrale, e producono interessi nei periodi successivi.

Si è ritenuto, pertanto corretto, allo scopo di rendere quanto più fedele, il concetto di tasso effettivo indicato dalle Istruzioni ai modelli della teoria finanziaria, che il TAEG debba riflettere, oltre alle componenti di costo sopra delineate, anche l'effetto anatocistico derivante dal regime di capitalizzazione trimestrale adottato per il calcolo degli interessi, oneri e commissioni.

Per tutto quanto sopra detto, la determinazione del TAEG indicato dalle Istruzioni della Banca d'Italia, per le operazioni di apertura di credito, corretto per tenere conto degli effetti della capitalizzazione trimestrale delle competenze può reputarsi un valido indicatore del costo effettivo della suddetta operazione.

In questa prospettiva, e allo scopo di garantire un'omogeneità nel confronto con i TEG medi pubblicati trimestralmente nei decreti ministeriali, sarebbe opportuna una correzione

di questi ultimi da parte dell'Organo di Vigilanza, al fine di renderli più aderenti alla configurazione di tasso effettivo come inteso dalla teoria finanziaria.

Infine, un ulteriore obiettivo del presente lavoro è stato quello di fornire, grazie al corretto utilizzo degli strumenti di calcolo analizzati, un piccolo contributo all'affinamento delle metodologie volte alla determinazione del costo di particolari forme di debito.

Il costo effettivo dell'operazione di apertura di credito, potrebbe non solo rappresentare un valido strumento informativo per l'impresa, ma anche contribuire ad una corretta determinazione del costo del capitale di debito, al fine della definizione del costo medio ponderato del capitale. In merito al primo aspetto, in assenza di altre forme di indebitamento finanziario a breve, il suddetto indicatore, non solo individuerrebbe il costo della fonte finanziaria necessaria per garantire il mantenimento della solvibilità e le condizioni di equilibrio finanziario nel breve termine, ma potrebbe essere inteso anche come un idoneo strumento rivelatore delle difficoltà di un'impresa legate allo svolgimento dei cicli operativi, e causate, ad esempio, dall'elevata lunghezza della durata media del ciclo del circolante¹⁴⁷. Valori molto elevati, in successione temporale, del TAEG, sarebbero sintomatici, non solo di un eccessivo costo del ricorso all'indebitamento finanziario a breve, ma anche della necessità di ridurre la durata media del ciclo del circolante, mediante, ad esempio, l'allungamento dei tempi di pagamento ai fornitori. Con questa manovra, infatti, si sostituirebbero i debiti finanziari con i debiti commerciali, più elastici e meno pericolosi per la solidità aziendale, oppure si potrebbero privilegiare forme tecniche di finanziamento alternative meno onerose. In secondo luogo, le informazioni prodotte dal suddetto indicatore permetterebbero all'impresa di tentare di stabilizzare la propria esposizione debitoria e di conseguenza ridurre gli oneri finanziari collegati all'indebitamento.

In altri termini, le metodologie di calcolo esaminate e proposte nel presente lavoro sono state analizzate criticamente anche nella prospettiva di fornire un contributo all'affinamento del calcolo del costo del debito da parte di un'impresa e di conseguenza alla determinazione del costo medio ponderato del capitale, che, come ampiamente noto, è una determinante fondamentale nell'ambito del processo di stima del valore

¹⁴⁷ La durata media del ciclo del circolante corrisponde al tempo, espresso in giorni, che mediamente trascorre tra il momento del pagamento ai fornitori dei fattori produttivi correnti e il momento dell'incasso dai clienti dei ricavi per le vendite o le prestazioni.

economico¹⁴⁸ dell'impresa, nonché del calcolo delle più evolute forme di misurazione della *performance* periodica aziendale coerenti con la teoria di creazione del valore¹⁴⁹.

¹⁴⁸ Sulla teoria del valore del capitale economico in economia aziendale si veda R. Viganò, *Il valore dell'azienda. Analisi storica e obiettivi di determinazione*, Cedam, Padova, 2001, cap. 1. Tra i contributi "pioneristici" sul tema da parte degli aziendalisti italiani, si segnalano, senza pretesa di esaustività, E. Viganò, *La natura del valore economico del capitale di impresa e le sue applicazioni*, Napoli, 1967; G. Ferrero, *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Milano, 1966; V. Coda, *Introduzione alle valutazioni dei capitali economici d'impresa*, Milano, 1963.

¹⁴⁹ Da qualche tempo alcuni autori consigliano, per la rilevazione della performance economica d'impresa, di procedere a periodiche valutazioni del capitale economico. In tal senso L. Guatri, *Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende. Nuovi orientamenti*, Egea, Milano, 1996. Sul tema si veda anche il noto contributo: Eccles R., *The performance Measurement Manifesto*, in AA.VV., *On Measuring Corporate Performance*, Boston, 2008.

Bibliografia

AA.VV., *Atti 2a giornata di studio promossa dal Centro Studi Giuridici "Francesco Carrara"* Lucca 30 gennaio 1999, Milano, Giuffrè editore, 2000;

Anthony R.N., *Accounting for the Cost of Interest*, Lexington Books, Lexington, 1975;

Aragon A.G., *Financial management*, Allyn and Bacon, Boston Massachussets, 1989;

Baxter N.D., Leverage, risk of ruin, and the costo of capital, in *The Journal of Financem* n. 22, September, 1984.

Bertini U., *Introduzione allo studio dei rischi nell'economia aziendale*, Giuffrè, Milano, 1968.

Bigliardi M., *La verifica dei tassi di interesse usurari ex L. n. 108/1996 per le aperture di credito in conto corrente*, in *Il Fisco*, n. 15 del 2008;

Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., Sandri S., *Principi di Finanza Aziendale*, McGraw-Hill, gennaio 2011.

Brescia Morra C., Morera U., *L'impresa bancaria, l'organizzazione e il contratto*, Edizione Scientifiche Italiane, Ottobre 2006;

Brunetti G., *Evoluzione della finanza aziendale*, E. Clueb, Bologna, 1985;

Brusa L., Zamprogna L., *Finanza d'Impresa*, Etas Libri, 1995;

Cafaro R., Tanza A., *La tutela dei consumatori nel credito, nei servizi finanziari e bancari*, Collana Nuove Voci del Diritto, diretta da Giuseppe Cassano, Casa Editrice La Tribuna – Piacenza, agosto 2003;

Capaldo P., *L'autofinanziamento nell'economia dell'impresa*, Giuffrè, Milano, 1968;

Capra M., Capra R., *L'accertamento tecnico dell'usura per le aperture di credito in conto corrente*, Quaderni della Scuola di Alta Formazione, nr. 42, Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano;

Caramiello C., Di Lazzaro F., Fiori G., *Indici di Bilancio, strumenti per l'analisi della gestione aziendale*, Giuffré, 2003;

Casoria M., *Affidamenti e sconfinamenti di conto corrente tra requisiti formali e vincoli di accessorietà*, in *Banca, Borsa, Titoli di credito*, fasc. 6, 2014;

Cian M., *Il costo del credito bancario alla luce dell'art. 2 –bis L 2/2009 e della legge 102/2009: commissione di massimo scoperto, commissione di affidamento e usura*, in *Banca, Borsa, Titoli di*

credito, fasc. 2, 2010;

Coda V., *Introduzione alle valutazioni dei capitali economici d'impresa*, Milano, 1963.

Dalocchio M., Salvi A., *Finanza d'azienda*, Egea, sec. edizione, 2004;

De Giovanni C., *Interessi e Usura*, in Contratto di Mutuo, edito da Giuffrè, Milano, 2012;

Demattè C., *Il nuovo ruolo della finanza nelle strategie di impresa*, in Economia e Banca , n. 3, 1988;

Di Lazzaro F., *Il rischio aziendale*, Giuffrè, Milano, 1989;

Di Napoli R., *Anatocismo e vizi nei contratti bancari*, Maggioli Editore, dicembre 2007;

Donna G., *La creazione di valore nella gestione d'impresa*, Carocci, Roma, 1999;

Donna G., *Teoria finanziaria e strategia d'impresa: la lunga marcia di avvicinamento*, in Finanza, Impresa e Mercati, n. 3, 1989;

Eccles R., *The performance Measurement Manifesto*, in AA.VV., *On Measuring Corporate Performance*, Boston, 2008.

Ferrero G., *La valutazione economica del capitale d'impresa*, Milano, 1966.

Ferrero G., *Impresa e management*, Giuffrè, Milano 1980;

Ferro Luzzi P.: *Ci risiamo. (A proposito dell'usura e della commissione di massimo scoperto)*, in Giurisprudenza commerciale: società e fallimento, 33 (2006);

Fontana F., Caroli M., *Economia e Gestione delle Imprese*, Mc Graw-Hill, 2003.

Giannetti R., *Dal reddito al valore*, Giuffrè, Milano, 2002;

Giannini S., *Imposte e finanziamento delle imprese*, Il Mulino, Bologna, 1989;

Giorgianni F., Tardivo C.M., *Manuale di diritto bancario*, Milano 2005, p.279;

Golinelli G. M., Gatti M., Vagnani G., *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. La dinamica evolutiva del sistema impresa tra economia e finanza*, Vol. III, Cedam, Padova, 2000;

Guatri L., *Il metodo reddituale per la valutazione delle aziende. Nuovi orientamenti*, Egea, Milano, 1996;

Guatri L., *L'inettitudine dei risultati contabili a esprimere la performance dell'impresa. Dall'utile di bilancio al Risultato Economico Integrato*, in *La valutazione delle aziende*, n. 2, 1996;

Guatri L., *La teoria di creazione del valore. Una via europea*, Milano, 1991.

- Harris M., Raviv A., *Corporate control contest and capital structure*, in Journal of Financial Economics, vol. 20, 1988;
- Incollingo A., *Il fabbisogno finanziario dell'impresa*, Milano, Giuffrè Editore, 1996;
- Incollingo A., *La comunicazione della performance aziendale attraverso il bilancio*, Giappichelli, Torino, 2008.
- Inzitari B., Dagna P., *Il diritto degli affari- Commissioni e spese nei contratti bancari*, Cedam, 2010;
- Inzitari B., *Il mutuo con riguardo al tasso soglia dalla disciplina antiusura al divieto di anatocismo*, in BBTC, 1999;
- Inzitari B., *Profili del diritto delle obbligazioni*, CEDAM Padova, 2000.
- Israel R., *Capital structure and the market for corporate control: the defense role of debt financing*, Journal of Finance, Vol. 46 (1991);
- Jensen C.M., Meckling H.W., *Theory of the firm: managerial behavior, agency cost and ownership structure*, in The Journal of Financial Economics, n. 3, October 1976;
- Kaplan R. S., *Advanced Management Accounting*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1982.
- Lamorgese A., *Interessi moratori e usura*, in Corr. Giur. 2001;
- Lintner J., *The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets*, in Review of Economics and Statistics, n. 47, febbraio 1965;
- Marcelli R., *Dopo l'anatocismo trimestrale anche le commissioni di massimo scoperto divengono lecite. Le CMS smantellate dalla magistrature vengono ripristinate dalla legge n. 2/2009*, in www.ilcaso.it, 27 maggio 2009;
- Marcelli R., *Il Taeg e Il Tegel analogie e differenze*, febbraio 2009, in:
<http://www.pasvim.it/portale/attachments/article/128/TAEG%20e%20TEG%20%20Studio%20Marcelli%20-%202009.02.24.pdf>;
- Myers S. C., *The Capital Structure Puzzle*, in Journal of Finance, n. 32, July 1984;
- Myers S.C., *Finance Theory and Financial Strategy*, n. 14, gen.-feb.,1984
- Markowitz H., *Portfolio selection*, in Journal of Finance, n. 7, marzo 1952;
- Meruzzi G., *Il contratto usurario tra nullità e rescissione*, Contr. Impresa, 1999.
- Metallo G., *Finanza Sistemica d'impresa*, seconda edizione, G. Giappichelli, Torino, 2007;
- Miller M., *Debts and Taxes*, in Journal of Finance, n. 32, 1977;

- Modigliani F., Miller M., *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, in American Economic Review, vol. 3, n. 53, 1963, pp. 433-443
- Modigliani F., Miller M., *The Cost of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment*, in American Economic Review, vol. 3, n. 48, giugno 1958.
- Monti E., Messina C., *La Finanza per l'impresa*, Libreria Utet, 1992;
- Mucciarone G., *Usura sopravvenuta e interessi moratori usurari tra Cassazione, UBF e Banca d'Italia*, in Banca, Borsa, Titoli di credito, fasc. 4, 2014;
- Oriani M., *Struttura dei mercati finanziari e strumenti di finanziamento alle imprese*, in Manuale di finanza aziendale, a cura di Mario Catteneo, Mulino, 1999;
- Pagano M., *I teoremi di Modigliani Miller: una pietra miliare della finanza*, in Moneta e Credito, vol. LVIII, nm. 230 -231, giugno-settembre 2005;
- Porzio M., *I contratti bancari in generale*, in Angelici C., Belli F. Greco G.L., Porzio M. Rispoli Farina M., *I contratti delle banche*, UTET libreria, Torino, 2001
- Provenzano G., *Finanza Aziendale*, Giappichelli Editore, Torino, 2003;
- Quagli A., *Bilancio di esercizio e principi contabili*, sesta edizione, Giappichelli editore, Torino, 2013;
- Realmondo F., *Stato di bisogno e condizioni ambientali, nuove disposizioni in tema di usura e tutela civilistica della vittima del reato*, in Riv. Dir. Comm, 1997, I;
- Riccio A., *Ancora sull'usurarietà sopravvenuta*, in Contratti e Imprese, 2003;
- Riccio A., *Le conseguenze civili dei contratti di usura*, in Cont. Imp., 1998;
- Sassi S., *Il sistema dei rischi di impresa*, Giuffrè, Milano, 1940;
- Sharpe W., *Capital Asset Price: a theory of market equilibrium under conditions of risk*, in Journal of Finance n. 19, settembre 1964.
- Silveti G., *I contratti Bancari*, parte generale in *La banca l'impresa e i contratti*, a cura di Calandra Buonaura V., Perassi M., Silveti G., in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, Cedam. Padova, 2001.
- Sinesio D., *Interessi pecuniari tra autonomia e controlli*, Giuffrè editore, Milano, 1989;
- Solomons D., *Divisional Performance: Measurement and Control*, Financial Executive Research Foundation, New York, 1965;
- Stewart G. B., *La ricerca del valore*, Egea, Milano, 2000.
- Superti Furga F., *Il fabbisogno finanziario nelle imprese industriali*, Giuffrè, Milano, 1982.

Teti R., *Profili civilistici della nuova legge sull'usura*, in Riv. Dir. priv. 1997;

Titman S., *The effect of capital structure on a firm's liquidation decision*, in Journal of Financial Economics, n. 13, marzo 1984;

Viganò E., *La natura del valore economico del capitale di impresa e le sue applicazioni*, Napoli, 1967.

Viganò R., *Il valore dell'azienda. Analisi storica e obiettivi di determinazione*, Cedam, Padova, 2001.

Visentini G., *Trattato della responsabilità contrattuale*, Vol II, I singoli Contratti, Cedam, 2009;